

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod  
Valuation of the Company by Means of Selected Methods

Student: Bc. Michaela Dostálová  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Aleš Kresta, Ph.D.

Ostrava 2014

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Michaela Dostálová**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6202T010 Finance**  
Specializace: **00 Finance**  
Téma: **Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod**  
**Valuation of the Company by Means of Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodiky oceňování podniku
3. Strategická a finanční analýza podniku
4. Aplikace vybraných metod při stanovení hodnoty podniku
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & Sons, 2006. 696 s. ISBN 978-0471751212.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

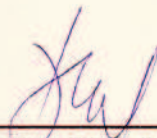
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Aleš Kresta, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014



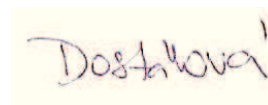
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 25. dubna 2014



.....  
Michaela Dostálová

Tato práce byla vypracována s podporou projektu Příležitost pro mladé výzkumníky, reg. č. CZ.1.07/2.3.00/30.0016, podpořeného Operačním programem Vzdělávání pro konkurenceschopnost a spolufinancovaného Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky.

Děkuji především panu Ing. Aleši Krestovi, Ph.D. za poskytnuté konzultace při přípravě mé diplomové práce.

## Obsah

<b>1 ÚVOD .....</b>	<b>5</b>
<b>2 POPIS METODIKY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 VYMEZENÍ PODNIKU JAKO PŘEDMĚTU OCENĚNÍ.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 DEFINICE A DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....</b>	<b>7</b>
<b>2.3 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU .....</b>	<b>8</b>
<b>2.4 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU .....</b>	<b>9</b>
2.4.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT .....	9
2.4.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	10
2.4.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	11
<b>2.5 FINANČNÍ PLÁN PODNIKU.....</b>	<b>16</b>
2.5.1 SESTAVENÍ DÍLČÍCH PLÁNŮ.....	16
<b>2.6 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ .....</b>	<b>17</b>
<b>2.7 NÁKLADY NA KAPITÁL .....</b>	<b>18</b>
2.7.1 NÁKLADY NA CELKOVÝ KAPITÁL .....	18
2.7.2 NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL .....	18
2.7.3 NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL .....	22
<b>2.8 POPIS METOD OCENĚNÍ A SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU.....</b>	<b>22</b>
2.8.1 VÝNOSOVÉ METODY .....	23
2.8.2 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY .....	27
2.8.3 MAJETKOVÉ METODY .....	28
<b>2.9 ANALÝZA CITLIVOSTI.....</b>	<b>29</b>
<b>3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU.....</b>	<b>31</b>
<b>3.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU .....</b>	<b>31</b>
3.1.1 CHARAKTERISTIKA OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	31
3.1.2 ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ.....	32
3.1.3 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ.....	33
<b>3.2 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU.....</b>	<b>36</b>
3.2.1 VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA .....	36
3.2.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	40
<b>3.3 SWOT ANALÝZA.....</b>	<b>44</b>
<b>4 APLIKACE VYBRANÝCH METOD PŘI STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU</b>	<b>46</b>
<b>4.1 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....</b>	<b>46</b>
4.1.1 PLÁNOVANÉ TRŽBY .....	46
4.1.2 PLÁNOVANÝ ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL .....	47
4.1.3 PLÁNOVANÝ DLOUHODOBÝ MAJETEK.....	48
4.1.4 PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY .....	49
4.1.5 PLÁNOVANÁ ROZVAHA .....	50
4.1.6 PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASH FLOW .....	51
<b>4.2 STANOVENÍ PROVOZNĚ NUTNÝCH A NENUTNÝCH AKTIV .....</b>	<b>52</b>

<b>4.3</b>	<b>STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL .....</b>	<b>52</b>
4.3.1	METODA CAPM .....	52
4.3.2	STAVEBNICOVÁ METODA .....	53
<b>4.4</b>	<b>STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF.....</b>	<b>54</b>
4.4.1	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU ZA POUŽITÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU ZJIŠTĚNÉ METODOU CAPM .....	55
4.4.2	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU ZA POUŽITÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU ZJIŠTĚNÝCH STAVEBNICOVOU METODOU .....	56
<b>4.5</b>	<b>STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU EVA.....</b>	<b>56</b>
4.5.1	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU ZA POUŽITÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU METODOU CAPM .....	57
4.5.2	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU ZA POUŽITÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU ZJIŠTĚNÝCH STAVEBNICOVOU METODOU .....	58
<b>4.6</b>	<b>ZHODNOCENÍ A KOMPARACE VÝSLEDKŮ.....</b>	<b>59</b>
<b>4.7</b>	<b>ANALÝZA CITLIVOSTI.....</b>	<b>60</b>
4.7.1	ANALÝZA CITLIVOSTI HODNOTY PODNIKU STANOVENÉ METODOU DCF.....	60
4.7.2	ANALÝZA CITLIVOSTI HODNOTY PODNIKU STANOVENÉ METODOU EVA .....	61
<b>5</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>62</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>63</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK.....</b>	<b>65</b>
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	
	<b>PŘÍLOHY</b>	

# 1 ÚVOD

Oceňování podniku je jednou z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení firmy. Rostoucí význam je dán celosvětovými trendy, globalizací, otevíráním nových trhů a vytvářením nadnárodních společností.

Výsledná hodnota podniku je dána především rozsahem a kvalitou dostupných informací o oceňovaném podniku, časovým horizontem a neméně důležitým faktorem je zvolená použitá metoda ocenění. Volba vhodné metody může být ovlivněna mnoha faktory, především účelem ocenění nebo i subjektivním postojem odhadce. Vypovídací schopnost vypočtené hodnoty podniku se váže ke konkrétnímu okamžiku, přičemž pokud se změní některý z původních předpokladů, dojde ke změně hodnoty ocenění podniku.

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku SEMO a. s. k datu 1. 1. 2013 metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty, výsledné hodnoty porovnat a provést citlivostní analýzu.

Práce je rozdělena do pěti kapitol. První kapitola je věnována úvodu, kde je definován cíl práce, nastínění struktury práce a náplň jednotlivých kapitol. Druhá kapitola je věnována popisu metodiky oceňování podniku. Nejprve je definován pojem podnik a důvody pro jeho ocenění. Dále je popsán postup při oceňování podniku od sběru vstupních dat přes strategickou a finanční analýzu, sestavení finančního plánu až po konečné ocenění podniku. V závěru kapitoly je uveden způsob rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, dále jsou uvedeny možnosti zjištění nákladů kapitálu, metody stanovení hodnoty podniku a provedení citlivostní analýzy.

Třetí kapitola je věnována strategické a finanční analýze. Nejprve je představena oceňovaná společnost SEMO a. s., následně je provedena analýza mikroprostředí, která je zaměřena na analýzu výrobních faktorů, strukturu odběratelů, zaměstnanců a konkurenční sílu podniku. V analýze makroprostředí jsou analyzovány hlavní ovlivňující faktory, jako je hrubý domácí produkt, inflace, úrokové sazby a devizový kurz. Ve finanční analýze je provedena vertikální a horizontální analýza výkazů společnosti, analýza poměrových ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. V závěru kapitoly je uvedeno shrnutí ve formě SWOT analýzy.

Čtvrtá, aplikační, část práce je věnována sestavení finančního plánu a podrobnému rozplánování dílčích položek, jako jsou tržby, čistý pracovní kapitál a dlouhodobý majetek.

Následuje samotné sestavení výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu cash-flow. Dále jsou stanoveny dvojí náklady na kapitál, a to náklady na kapitál stanovené pomocí metody CAPM a náklady na kapitál stanovené pomocí stavebnicové metody. Následně je provedeno ocenění společnosti pomocí metody DCF s pomocí nákladů na kapitál pomocí metody CAPM a stavebnicové metody. Poté je provedeno ocenění podniku pomocí EVA opět pomocí obou stanovených nákladů na kapitál. V závěru kapitoly je uvedeno zhodnocení a komparace výsledků a je provedena citlivostní analýza. Poslední část práce je věnována závěru, kde jsou zrekapitulovány výsledky z předchozí aplikační části.



## 2 POPIS METODIKY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V metodické části diplomové práce je nejprve vymezen podnik jako předmět ocenění a důvody pro ocenění. Dále jsou popsány kategorie hodnoty podniku a postup při ocenění podniku, finanční analýza, metody stanovení nákladů kapitálu a v závěru části jsou uvedeny metody ocenění podniku.

V kapitole bylo vycházeno z publikací Damodaran (2006), Dluhošová (2010), Fotr a Souček (2011), Kislingerová (2001), Mařík (2011), Sedláčková (2006), Valach (1999).

### 2.1 Vymezení podniku jako předmětu ocenění

Před samotným oceněním podniku je nutné mít jasnou představu o tom, co je vlastně předmětem ocenění a co by mělo být jeho výsledkem. Proto je nutné si nejprve formulovat definici pojmu podnik.

Podnik lze charakterizovat různými způsoby a lze na něj nahlížet z mnoha úhlů. Definice podniku podle § 502 občanského zákoníku platného k 1. 1. 2014 je: „*Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ Podnik je tvořen hmotným a nehmotným majetkem a jehož nedílnou součástí je rovněž lidský činitel – pracovní síla se svými zkušenostmi a znalostmi. Všechny tyto složky dohromady umožňují činnost podniku, pro kterou byl zřízen.

### 2.2 Definice a důvody pro ocenění podniku

Oceňování podniku je obor, který své základy staví na poznatcích z ekonomické teorie, z praxe a teorie podnikových financí a na oceňovacích standardech, jehož účelem je stanovení hodnoty podniku. Ocenění podniku není přitom pouhým oceňováním aktiv. Výsledná hodnota ocenění závisí na mnoha faktorech, např. na účelu ocenění, na množství a kvalitě dostupných informací, na zkušenostech osoby, která ocenění provádí apod. Při každém oceňování musí být přesně dáno, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

Důvody pro ocenění majetku jsou různé, přičemž každý důvod pro ocenění může vyžadovat různé metody, které povedou k odlišným výsledkům. Mezi tyto důvody lze řadit například odkup a prodej podniku, fúze a akvizice, vstup podniku na burzu, poskytování

úvěru nebo například při rozhodování o sanaci a likvidaci podniku či změně právní formy společnosti.

Oceňování podniku se řídí různými právními předpisy. V České republice v současné době neexistuje žádný obecně závazný zákon či předpis. Osoby, které oceňují podnik, se tak především opírají o ekonomickou teorii. Přesto existují předpisy, které je možno uplatnit alespoň v několika dílčích částech ocenění. Jedná se především o Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR, dále se zde uplatňuje metodický pokyn České národní banky a Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy.

## **2.3 Kategorie hodnoty podniku**

Podnik je možné oceňovat na různých hladinách, a to na hladině brutto a netto. Brutto hodnota podniku vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele, zatímco netto hodnotou rozumíme ocenění podniku na úrovni vlastníků podniku. Jedná se tedy o ocenění vlastního kapitálu.

Základní čtyři přístupy k oceňování podniku jsou dle Maříka (2011):

- tržní hodnota,
- investiční hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnotu lze charakterizovat jako odhadnutou částku, která je stanovena k datu ocenění, a za kterou je ochotna nezávislá druhá strana po náležitém marketingu společnost odkoupit. Tržní cena se však může od skutečné hodnoty výrazně lišit.

Investiční hodnota představuje hodnotu majetku pro konkrétního investora při daných investičních cílech.

Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu podniku, která je stanovována z pohledu vlastníka nebo skupiny vlastníků. Tato hodnota by měla být zjištěna na základě všeobecně uznávaných datech a při samotném výpočtu je nutné dodržovat určité zásady. Lze říci, že objektivizovaná hodnota stanovuje obecně přijatelnou hodnotu podniku.

Přístup Kolínské školy stojí na tvrzení, že v evropských zemích je obecně problematické stanovit tržní hodnotu, jelikož trh s podniky má v evropských podmínkách stále mnoho omezení. Kolínská škola tedy oceňuje podniky na základě obecných funkcí (poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová), kde výsledné hodnoty slouží pro různé účely.

## **2.4 Postup při ocenění podniku**

Postup při ocenění podniku je nutné modifikovat podle konkrétních podmínek, tj. především podle konkrétního podnětu k ocenění a je nutné si předem ujasnit, jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Obecný postup při ocenění lze rozdělit do následujících etap:

- sběr vstupních dat,
- strategická analýza,
- finanční analýza,
- sestavení finančního plánu,
- výpočet výsledné hodnoty ocenění.

### **2.4.1 Sběr vstupních dat**

Při sběru vstupních dat je nutné se zaměřit zejména na základní data o podniku (název, právní forma, předmět podnikání, základní struktura podniku atd.), dále pak ekonomická data (účetní výkazy alespoň za 3 – 5 let, výroční zprávy a zprávy auditorů), informace o relevantním trhu (jeho vymezení, segmentace, ovlivňující faktory a vývoj), informace o konkurenci (hlavní konkurenti, možné substituty, bariéry při vstupu do odvětví apod.), odbyt a marketing, výroba a dodavatelé a v neposlední řadě informace o pracovnících.

Důležitou součástí sběru vstupních dat je ověření jejich správnosti. Pokud získaná data nejsou ověřena auditorem, je nutné ověřit jejich správnost osobním šetřením. Je také nutné zkoumat skutečnosti, které nejsou vždy přímo patrné ze získaných výkazů, jako je například odpisová politika podniku nebo například tvorba rezerv a podrozvahových položek.

## **2.4.2 Strategická analýza**

Strategická analýza je klíčovou fází při oceňování podniku, jejíž hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Tento potenciál je přitom závislý na vnějších a vnitřních faktorech, kterými podnik disponuje.

Vnější potenciál je možné nazvat také jako šance a rizika, které jsou součástí podnikatelského prostředí. Analýza vnitřního potenciálu se snaží odpovědět na otázku, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Výsledkem by měl být souhrn silných a slabých stránek podniku a zhodnocení, zda má podnik nějakou podstatnou konkurenční výhodu.

### **Analýza makroprostředí**

Stav a vývoj makroprostředí má výrazný vliv na výkonnost každého podniku. Makroprostředí je analyzováno na úrovni národního hospodářství, přičemž je kladen důraz na vývoj historický, současný i vývoj prognózovaný. Sledují se základní makroekonomické ukazatele, jako je například hrubý domácí produkt, inflace nebo směnné kurzy.

### **Analýza mikroprostředí**

Při analýze mikroprostředí je důležité podnik zařadit k určitému odvětví. Výsledkem analýzy mikroprostředí je zjištění silných a slabých stránek oceňovaného podniku. Je tedy možné stanovit, do jaké míry je podnik schopen čelit hrozbám a do jaké míry je schopen využít příležitostí, které se na trhu vyskytnou.

Analýzu mikroprostředí lze rozdělit na dvě základní části, a to na analýzu odvětví a na analýzu relevantního trhu. Při analyzování odvětví je nutné v první řadě určit a definovat odvětví, do kterého patří oceňovaný podnik a poté zjistit jeho základní charakteristiky a strukturu. Dalším bodem zkoumání by mělo být vyhodnocení, v jaké fázi životního cyklu se dané odvětví nachází v současnosti. Po přiřazení oceňovaného podniku do příslušného odvětví je nutné zjistit a analyzovat relevantní trh. Posuzuje se především jeho atraktivita, velikost, historický vývoj trhu v čase a také vývoj cen.

Součástí analýzy vnitřního potenciálu podniku je také analýza zákazníků, dodavatelů, zaměstnanců a konkurentů daného podniku. Dále zde mohou být zohledněny i jiné další okolnosti, které mohou ovlivňovat daný podnik a výsledné hodnocení trhu.

### 2.4.3 Finanční analýza

Finanční analýza je zaměřena na zhodnocení úrovně současné finanční situace podniku, dále posuzuje finanční situaci podniku v minulosti a zaměřuje se na opatření, která by měla zlepšit budoucí finanční situaci podniku. Finanční analýza zkoumá zdraví podniku pomocí nejrůznějších ukazatelů, kterými jsou například vertikální a horizontální analýza a analýza poměrových ukazatelů.

Provedením finanční analýzy je možné zjistit rizika, která podnik ohrožují a přijmout opatření sloužící ke zmírnění následků. Výsledky finanční analýzy dávají odpověď na otázku, zda je hodnocený podnik vhodné převzít z hlediska jeho slabosti nebo naopak pro jeho silné stránky a lze ji tedy považovat za impuls ke koupi či prodeji podniku. Pro účely ocenění je bezpodmínečně nutné tuto finanční analýzu provést.

#### Vertikální analýza

Pomocí vertikální analýzy je možné vidět původní absolutní údaje podniku z účetních výkazů v určitých souvislostech. Tato analýza je někdy označována jako analýza struktury, protože jednotlivé položky jsou sledovány v poměru k určité vztažné veličině, která je obvykle vyjádřena relativně. V případě rozvahy je vztažnou veličinou celková bilanční suma, zatímco výkaz zisku a ztráty je poměřován na základě celkového obrátu společnosti nebo celkovými náklady. Obecný výpočet lze provést pomocí vzorce

$$P_x = \frac{U_x}{\sum U_x} \cdot 100, \quad (2.1)$$

kde  $P_x$  znamená podíl  $x$ -té položky výkazu na celku,  $U_x$  znamená hodnotu  $x$ -té položky účetního výkazu a  $\sum U_x$  znamená vztažnou veličinu.

#### Horizontální analýza

Horizontální analýza je někdy charakterizována jako analýza trendů, jelikož sleduje vývoj jednotlivých položek výkazů v zadaném období, které je často ve vztahu k období minulému. Tato analýza sleduje jak změny absolutních hodnot položek v daném výkazu, tak i jejich procentní změny. Obecný vztah pro výpočet je následující

$$\Delta U_x = \frac{U_{x,t} - U_{x,t-1}}{U_{x,t-1}} \cdot 100, \quad (2.2)$$

kde  $\Delta U_x$  znamená relativní změnu hodnoty  $x$ -té položky ve výkazu v čase,  $U_{x,t}$  znamená hodnotu  $x$ -té položky v čase  $t$  a  $U_{x,t-1}$  znamená hodnotu v čase  $t-1$ .

### **Poměrové ukazatele**

Pomocí poměrových ukazatelů je možné hodnotit finanční zdraví podniku. Podle Dluhošová (2010) bylo za dlouhou dobu používání poměrových ukazatelů navrženo řádově desítky ukazatelů, z nichž se některé liší pouze drobnými úpravami. Mezi základní poměrové ukazatele patří ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity.

#### **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability poměřují zisk podniku se zdroji, které byly vynaloženy na jeho dosažení. Všechny ukazatele v této skupině lze charakterizovat pomocí definice: rentabilita udává, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele. Tímto jmenovatelem mohou být například aktiva, vlastní kapitál nebo tržby. Výsledné hodnoty je nutné analyzovat z dlouhodobého hlediska, jelikož v krátkodobém horizontu může dojít ke značným výkyvům, které mohou být způsobeny například vysokými investicemi do výrobních kapacit či zaváděním nových výrobků na trh.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (*ROE*) vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednotku vlastního kapitálu, jedná se tedy o výnosnost vlastních zdrojů. Pomocí tohoto ukazatele je měřena výnosnost kapitálu, který do podniku vložili vlastníci. Obecně je důležité, aby velikost rentability vlastního kapitálu byla větší než úroky, které by investor obdržel při jiné formě investování. Výpočet ukazatele je proveden podle vztahu

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.3)$$

kde *EAT* znamená čistý zisk po zdanění a *VK* znamená vlastní kapitál.

Rentabilita aktiv (*ROA*) poměřuje zisk s celkovými aktivy podniku bez ohledu na to, zda tato aktiva byla pořízena z vlastních nebo cizích zdrojů. Místo čistého zisku je zde dosazen tzv. *EBIT*, což je označení pro zisk před úroky a zdaněním, takže ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv podniku. Výpočet je možné provést podle vzorce

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde *EBIT* znamená zisk před úroky a zdaněním a *A* jsou celková aktiva.

Rentabilita tržeb (*ROS*) poměřuje podíl zisku, který připadá na jednu korunu tržeb. Tento ukazatel je často používán pro potřeby vnitropodnikového řízení, neboť vyjadřuje základ efektivnosti celého podniku. Výsledná hodnota ukazatele velmi silně závisí na strategii společnosti a jejích cílech. Výpočet lze provést pomocí vzorce

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.5)$$

kde *EAT* znamená čistý zisk po zdanění, a *T* znamenají tržby.

### **Ukazatele aktivity**

Pomocí ukazatelů aktivity získávají podniky informace o jejich schopnosti hospodařit a nakládat s aktivy a jednotlivými složkami aktiv. Jedná se zejména o ukazatele doby obratu, pomocí něhož lze hodnotit vázanost kapitálu v jednotlivých formách aktiv.

Pomocí ukazatele doby obratu aktiv je měřen průměrný počet dní, za kolik dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Obecně je doporučováno, aby se doba obratu zkracovala. Výpočet lze provést pomocí vzorce

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{A}{T} \cdot 360, \quad (2.6)$$

kde *A* znamenají aktiva a *T* znamenají tržby.

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje počet dní, než jsou pohledávky zaplacený. Jestliže ukazatel vykazuje trvale překročenou dobu splatnosti, je nutné se na tento problém zaměřit a prozkoumat platební kázeň odběratelů. Výpočet lze provést pomocí vzorce

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky}{T} \cdot 360. \quad (2.7)$$

Ukazatel doby obratu závazků vyjadřuje platební disciplínu podniku a udává, kolik průměrně uplyne dní mezi nákupem a úhradou dodavatelům. Tento ukazatel je určitým protipólem ukazatele doby obratu pohledávek. Podnik by se měl řídit tzv. zlatým pravidlem solventnosti, tzn., že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. Výpočet ukazatele doby obratu závazků lze provést pomocí vzorce

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky}{T} \cdot 360. \quad (2.8)$$

## Ukazatele zadluženosti

Zadluženost podniku lze hodnotit pomocí ukazatelů finanční stability (zadluženosti). Zadluženost je hodnocena na základě analýzy vztahu majetku podniku, který je tvořen celkovými aktivy a zdrojů krytí, které jsou tvořeny jeho pasivy.

Ukazatel celkové zadluženosti vyjadřuje podíl cizích zdrojů na celkových aktivech a měří finanční úroveň podniku. Čím vyšší je výsledná hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Ukazatel zadluženosti má význam především pro komerční banky, které jsou obvykle dlouhodobými věřiteli podniku. Zadluženost není vždy v podniku negativní jev, není totiž nezbytné, aby podnik ke svému financování používal pouze vlastní kapitál, který je často dražší než kapitál cizí. Výpočet ukazatele lze provést následovně

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.9)$$

Ukazatel finanční páky poměřuje celková aktiva podniku s vlastními zdroji. Obecně doporučená hodnota pro podniky není stanovena, ale je žádoucí, aby jeho výše byla stabilní. Každý podnik usiluje o optimální poměr mezi zdroji vlastními a cizími. Krytí veškerých podnikových potřeb pouze z vlastních zdrojů je dražší, než kdyby se při financování uplatňovaly některé zdroje cizí. Výpočet ukazatele finanční páky lze provést pomocí vztahu

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.10)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu dává do poměru cizí kapitál s kapitálem vlastním. Doporučená hodnota je závislá od fáze vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. U stabilních podniků se optimální hodnota pohybuje přibližně 80 – 120 %. Výpočet ukazatele je možný podle vzorce

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.11)$$

## Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity je měřena schopnost podniku hradit své závazky. Likvidita podniku je závislá na tom, jak rychle podnik dokáže inkasovat své pohledávky nebo zda v případě potřeby dokáže rychle prodat své zásoby, materiál atd.



Ukazatel celkové likvidity poměřuje objem oběžných aktiv s objemem krátkodobě splatných závazků. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v rozmezí od 1,5 do 2,5, přičemž optimální hodnota se v každém odvětví podnikání liší. Výpočet lze provést podle vzorce

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.12)$$

kde *OA* znamená oběžná aktiva a *KZ* krátkodobé závazky.

Některé nedostatky celkové likvidity odstraňuje likvidita pohotová. Při výpočtu jsou z oběžných aktiv vyloučena ta nejméně likvidní – zásoby. Výpočet je tedy proveden za pomoci likvidnějších položek, jako jsou pohledávky, bankovní a pokladní hotovost. Obecně doporučovaná hodnota se pohybuje mezi 1,0 a 1,5. Vzorec pro výpočet je následující

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}. \quad (2.13)$$

Ukazatel okamžité likvidity porovnává ty nejlikvidnější prostředky podniku, jako jsou peněžní prostředky a peníze na bankovních účtech s krátkodobými závazky. Výpočet lze provést pomocí vztahu

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PPP}{KZ}, \quad (2.14)$$

kde *PPP* znamenají pohotové platební prostředky.

Ukazatel čistého pracovního kapitálu (ČPK) vyjadřuje tu část oběžného majetku, která se během roku přemění v peněžní prostředky, které lze po splacení krátkodobých závazků vynaložit na podnikové potřeby. Nejedná se o poměrový ukazatel, ale o ukazatel rozdílový. Jeho výpočet lze provést pomocí vzorce

$$\text{ČPK} = OA - KZ. \quad (2.15)$$

## SWOT analýza

SWOT analýza je souhrnné zhodnocení strategické analýzy a celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Jsou zde uvedeny klíčové faktory, které ovlivňují strategické postavení podniku. Základním cílem této analýzy je poukázat na silné stránky podniku a utlumovat ty slabé a současně upozornit na možné hrozby podniku a také možnost

využít příležitosti daného trhu. Jedná se vlastně o zrekapitulování údajů ze strategické a finanční analýzy, které jsou uvedeny ve čtyřech kvadrantech tabulky SWOT.

## **2.5 Finanční plán podniku**

Jestliže bude podnik oceněn pomocí výnosových metod, je nutné pro něj sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z rozvahy, výkazu zisku a ztráty (VZZ) a výkazu cash-flow. Tento plán by měl mít základy v dlouhodobé koncepci podniku, a měly by zde být zapracovány jeho vize a jasné strategie. Je složen z několika vzájemně na sebe navazujících plánů, kterými jsou např. plány prodeje, produkce, výrobních kapacit a pracovních sil a dále pak plán provozního zisku a podílů na zisku. Někdy je nutné propočíst tzv. „generátory hodnoty“, které jsou důležité pro odhad budoucích plánů a tím také pro výsledné ocenění podniku.

Finanční plán se skládá z výkazu zisku a ztráty (přehled o nákladech, výnosech a zisku podniku), výkazu cash-flow (plán peněžních příjmů a výdajů) a plánované rozvahy (plán aktiv a pasiv). Všechny výkazy jsou sestavovány ve zjednodušené podobě, která je pro účely ocenění naprosto dostačující. Podrobné rozplánování jednotlivých položek je účelnější pro krátkodobé finanční plány.

### **2.5.1 Sestavení dílčích plánů**

Pro sestavení finančního plánu podniku je nezbytně nutné nejprve sestavit plány dílčí. Jedná se zejména o plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu, plánu investic a plánu financování.

Klíčovou roli při sestavování finančního plánu má plán tržeb. Projekce budoucích hodnot by měla vycházet ze strategické analýzy, ale je však nutné přihlédnout ke všem faktorům, které by mohly budoucí tržby ovlivnit.

Pomocí plánu provozní ziskové marže je možné zjistit vztah mezi změnami nákladů a objemem výroby. Na základě minulých hodnot lze tak stanovit provozní ziskovou marži v letech následujících. Provozní zisková marže by měla být vypočtena jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření a tržeb. Korigovaný výsledek hospodaření je výsledek hospodaření před zdaněním upravený tak, aby v něm byly zahrnuty pouze náklady a výnosy, které přímo souvisí s hlavní činností podniku.

Plán čistého pracovního kapitálu je vypočten jako rozdíl oběžných aktiv používaných k hlavní činnosti podniku s krátkodobým cizím kapitálem. Cílem je určení výše zásob, pohledávek a krátkodobých závazků, přičemž jejich hodnoty by neměly být naplánovány prostým odhadem tempa růstu podle minulých hodnot, ale ve výpočtu by měly být zahrnuty všechny faktory, které jejich výši mohou ovlivnit. Zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky je možné naplánovat pomocí ukazatelů aktivity (např. ukazatele doby obratu ve dnech), kdy se předpokládá stejný počet dní obratu v budoucnu jako v minulém období. Budoucí finanční majetek je vhodné naplánovat pomocí ukazatele okamžité likvidity s předpokladem stejného průběhu v budoucnosti.

Plán investic předpokládá pouze investice do dlouhodobého majetku, který je provozně nutný k podnikatelské činnosti podniku. Investiční plánování patří mezi nejobtížnější sestavované dílčí plány. Důvodem je skutečnost, že se investice zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem a je obtížnější použít extrapolaci. První možností, jak sestavit plán investic, jsou konkrétní investiční plány daného podniku. Tyto plány ovšem vycházejí z interních informací a ne vždy jsou volně k dispozici. Pokud lze získat informace o majetku a investicích za delší období, je možné pro předpověď budoucí hodnoty vycházet z analýzy minulého vývoje. Třetí možností je využití koeficientu investic, který je vyjádřen poměrem mezi změnou hodnoty dlouhodobého majetku a změnou tržeb v daném období.

V plánu financování je uvedeno, zda se jednotlivé investice a chod podniku budou investovat z interních či externích zdrojů a zda bude zajištěna potřebná finanční rovnováha podniku.

## **2.6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Každý podnik potřebuje pro uskutečňování činností, pro které je zřízen, určité množství podnikových aktiv. Tato aktiva se dle Maříka (2011) nazývají provozně nutná aktiva. Všechna ostatní aktiva jsou provozně nenutná.

Mezi nejčastější provozně nenutná aktiva patří krátkodobý finanční majetek, zejména velké množství peněžních prostředků v pokladně a na účtech a krátkodobé cenné papíry, vlastní dluhopisy a dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti. Dále je potřeba vyřadit dlouhodobý finanční majetek, do kterého patří zejména podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, dluhové cenné papíry držené do splatnosti, půjčky a úvěry. Mezi ostatní provozně nenutná aktiva patří také

nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku (může se jednat např. o služební byty, rekreační zařízení apod.), pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku a majetek provozně málo využitelný jako jsou nepotřebné zásoby a nedobytné pohledávky.

## 2.7 Náklady na kapitál

Na uskutečnění každé podnikové investice musí podnik vynaložit určité množství prostředků. Tyto vynaložené prostředky nazýváme náklady na kapitál, které mohou být náklady na celkový kapitál, náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál.

### 2.7.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál vznikají kombinací různých druhů kapitálu. Výpočet je možný dle vzorce

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.16)$$

kde  $WACC$  jsou náklady na kapitál celkový,  $R_D$  jsou náklady na kapitál cizí,  $t$  je sazba daně,  $D$  je cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál.

### 2.7.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál bývají v zásadě vyšší než náklady na kapitál cizí. Jedním z důvodů je větší riziko vlastníka, který do podniku vkládá své prostředky na neomezenou dobu, než riziko věřitele. Druhým faktorem je efekt daňového štítu, kdy při použití cizích prostředků na financování investice vznikají daňově uznatelné nákladové úroky.

Náklady na vlastní kapitál lze určit pomocí:

- modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model),
- modelu APM (Arbitrage Pricing Model),
- dividendového růstového modelu,
- modelů stavebnicových.

#### Model CAPM

Model CAPM (model oceňování kapitálových aktiv) je založen na tržním přístupu k oceňování. Jedná se o rovnovážný model, kde mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je

pro všechny investory stejný. Jde tedy o jednofaktorový model, jehož beta koeficient se zjišťuje pomocí odhadu. Rovnice modelu CAPM-SML beta verze je

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.17)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos z vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

Významným faktorem, který ovlivňuje beta koeficient, je zadluženost firmy. Stanovení hodnoty beta zadlužené firmy je možné za pomoci vzorce

$$\beta^L = \beta \cdot \left[ 1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.18)$$

kde  $\beta^L$  je hodnota zadlužené firmy,  $\beta^U$  je hodnota nezadlužené firmy,  $t$  je daňová sazba a  $D/E$  je zadluženost vlastního kapitálu.

### Model APM

Model APM (arbitrážní model oceňování) patří mezi vícefaktorové modely, jelikož při jeho propočtu je bráno v úvahu více rizikových faktorů než u modelu CAPM. Tyto faktory mohou být makroekonomické (HDP, inflace, aj.) nebo mikroekonomické (zadluženost, rentabilita, likvidita). Rovnovážnou podmínkou se rozumí nemožnost arbitráže – žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Beta koeficienty jsou odhadnuty pomocí regresní analýzy. Rovnice APM modelu je

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.19)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru a  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

### Dividendový model

Dividendový model je využíván pro oceňování akcií v případech, kdy je tržní cena akcie stanovena současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za předpokladu držby akcií po nekonečně dlouhou dobu a konstantní dividendy je možné tržní cenu akcie vypočítat jako perpetuitu. Z toho lze odvodit vzorec pro určení nákladů na

vlastní kapitál odpovídající očekávané (požadované) výnosnosti akcií. Vzorec pro výpočet je následující

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.20)$$

kde  $DIV$  je hodnota dividendy, a  $R_E$  jsou náklady na vlastní kapitál.

Jestliže se předpokládají rostoucí dividendy v dalších letech, vztah pro výpočet nákladů kapitálu je modifikován na tzv. Gordonův dividendový model s konstantním růstem

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (2.21)$$

kde  $R_E$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $DIV$  je hodnota dividendy a  $g$  je tempo růstu.

### Stavebnicové modely

Stavebnicové modely se používají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomickém prostředí s nedokonalým kapitálovým trhem. Lze je použít v těch případech, kdy není možné použít model CAPM nebo model APM. Hlavní příčinou jsou potíže při stanovení beta koeficientu u společností, jejichž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. U stavebnicových modelů lze náklad vlastního kapitálu vypočítat jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, přičemž rizikové premie se neodvozují z kapitálového trhu, ale z účetních dat.

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy lze stanovit pomocí vztahu

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finanční stability}} + R_{LA}, \quad (2.22)$$

kde  $WACC_U$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $R_{\text{podnikatelské}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko a  $R_{\text{finanční stability}}$  je riziková přírážka za riziko plynoucí z finanční stability.

Náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny pomocí vzorce

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.23)$$

kde  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $WACC_U$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,  $UZ$  jsou úplné zdroje ( $UZ = VK + BU + OBL$ ),  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou vydané obligace,  $UM$  je úroková míra,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  je čistý zisk a  $Z$  je hrubý zisk.

Hodnota  $WACC_U$  se neustále mění, jelikož rizikové přírážky nejsou v čase konstantní. **Bezriziková přírážka  $R_F$**  je stanovena jako výnos z 10letých státních dluhopisů.

**Riziková přírážka charakterizující velikost podniku** se stanoví dle ukazatele úplatných zdrojů.

- Je-li  $UZ > 3$  mld. Kč, pak je  $R_{LA} = 0,00 \%$ ,
- je-li  $UZ < 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA} = 5,00 \%$ ,
- je-li  $UZ > 100$  mil. Kč a současně platí  $UZ < 3$  mld. Kč, je riziková přírážka propočtena pomocí vztahu

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.24)$$

Riziková přírážka, která charakterizuje **produkční sílu  $R_{podnikatelské}$** , je stanovena pomocí ukazatele  $EBIT/A$  a ukazatele  $X1$  dle vzorce

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.25)$$

kde  $UZ$  jsou úplné zdroje,  $A$  jsou aktiva a  $UM$  je úroková míra.

- Je-li  $EBIT/A > X1$ , pak  $R_{podnikatelské} = 0,00 \%$ ,
- je-li  $EBIT/A < X1$ , pak je  $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$ ,
- je-li  $EBIT/A \geq 0$  a zároveň  $EBIT/A \leq X1$ , pak se  $R_{podnikatelské}$  určí podle vztahu

$$R_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X1} \cdot 0,1. \quad (2.26)$$

**Riziková přírážka finanční stability** vychází z ukazatele celkové likvidity. Výpočet je následující

$$L3 = \frac{OA}{kr.závazky + bank.uvery\ a\ vypomoci - dl.bank.uvery}, \quad (2.27)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva, přičemž jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity  $XL$ .

- Je-li průměr průmyslu  $< 1,25$ , pak  $XL = 2,5$ ,
- je-li průměr průmyslu  $> 1,25$ , pak  $XL = \text{průměr průmyslu}$ ,
- je-li celková likvidita podniku  $> XL$ , pak  $R_{\text{finanční stability}} = 0 \%$ ,
- je-li celková likvidita  $< 1$ , pak  $R_{\text{finanční stability}} = 10 \%$ ,
- je-li celková hodnota firmy  $> 1$  a zároveň celková likvidita  $< XL$ , propočte se  $R_{\text{finanční stability}}$  dle vztahu

$$R_{\text{finanční stability}} = \left( \frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.28)$$

### 2.7.3 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál lze chápat jako úroky nebo kupónové platby, které musí dlužník zaplatit věřiteli. Výše úrokové sazby je různá podle času, očekávané efektivnosti a bonity dlužníka.

Jestliže má podnik více úvěrů, vypočítají se náklady na cizí kapitál ( $R_D$ ) jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb. Pokud podnik získá cizí kapitál prostřednictvím upisování obligací, lze náklady vypočítat dle vztahu

$$P = \sum_{t=1}^T c \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.29)$$

kde  $P$  je tržní cena obligace,  $c$  je kupónová platba,  $T$  je doba splatnosti,  $NV$  je nominální hodnota.

## 2.8 Popis metod ocenění a souhrnné ocenění podniku

V této části práce jsou popsány nejběžněji využívané metody k oceňování podniků, přičemž jsou zde podrobněji popsány výnosové metody DCF-Entity a EVA-Entity, jelikož budou v aplikační části práce podkladem k odhadu tržní hodnoty zvoleného podniku.



### 2.8.1 Výnosové metody

Výnosové metody obecně vychází z faktu, že hodnota podniku je určena na základě budoucích očekávaných výnosů, které jsou generovány daným majetkem. Budoucí příjmy je však nutné převést na současnou hodnotu – tzn. diskontovat. Hodnotu podniku lze zjišťovat jak na úrovni celkových aktiv, tak pouze na úrovni vlastního kapitálu. Dle požadované výsledné hodnoty jsou potom vypočteny volné peněžní toky a náklady kapitálu. Mezi výnosové metody patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty.

#### Metoda diskontovaného cash flow

Metoda diskontovaného cash flow patří mezi základní výnosové metody. Ocenění podniku vychází ze současné hodnoty volných peněžních toků. Dále lze rozlišit tři základní techniky výpočtu, a to metodu entity (podnik jako celek), metodu equity (ocenění vlastního kapitálu) a metodu APV (upravená současná hodnota). Podle počtu fází rozlišujeme metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové. Dále lze rozlišit metody s růstem a bez růstu s ohledem na to zda je predikován růst volných peněžních toků. V této práci je na zvolený podnik aplikována dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků equity, proto je v této části podrobněji vymezena.

Pokud je celkový kapitál tvořen pouze kapitálem vlastním a jedná se o nezadlužený podnik, jsou finanční toky tvořeny pouze toky z provozní a investiční činnosti a úroky spojené s cizím kapitálem se ve výpočtu nevyskytují, podle Dluhošová (2010). Volné peněžní toky pro vlastníky lze vypočítat dle vztahu

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta CPK - INV, \quad (2.30)$$

kde  $FCFE$  znamená volné peněžní toky pro vlastníky,  $EAT$  znamená čistý zisk po zdanění,  $ODP$  jsou odpisy,  $\Delta CPK$  znamená změnu čistého pracovního kapitálu a  $INV$  jsou investice.

V praxi často používaná dvoufázová metoda vychází z předpokladu, že trvání podniku lze rozdělit na dvě fáze. První fáze, která může trvat např. 3 – 5 let, je pro oceňovatele snadno předvídatelná a lze na jednotlivá léta vypracovat prognózu volných peněžních toků. Druhá fáze začíná na konci fáze první a předpokládá se trvání do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi je často označována za tzv. pokračující hodnotu. Jestliže se do budoucna uvažuje pozitivní trend, je v druhé fázi trvání podniku uvažováno s konstantními peněžními toky

s určitým růstem. Při výpočtu hodnot jednotlivých fází se počítá s jinou diskontní sazbou, jelikož čím vzdálenější období, tím je obecně riziko vyšší.

Hodnota podniku v první fázi je vypočítána podle vzorce

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + r_1)^{-t}, \quad (2.31)$$

kde  $V_1$  znamená hodnotu podniku za první fázi,  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $r_1$  je diskontní sazba pro první fázi,  $t$  jsou jednotlivé roky a  $T$  je délka první fáze.

Hodnota podniku ve druhé fázi je vypočtena pomocí tzv. pokračující hodnoty (PH), což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze, která je následně diskontována k okamžiku ocenění. Výpočet je potom následující

$$V_2 = PH \cdot (1 + r_1)^{-T} = \frac{FCF_{T+1}}{r_2 - g} \cdot (1 + r_1)^{-T}, \quad (2.32)$$

kde  $V_2$  znamená hodnotu podniku pro druhou fázi,  $PH$  znamená pokračující hodnotu,  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $r_1$  je diskontní sazba pro první fázi,  $r_2$  je diskontní sazba pro druhou fázi,  $g$  znamená tempo růstu volných peněžních toků v druhé fázi,  $t$  jsou jednotlivé roky a  $T$  je délka první fáze.

Celková hodnota podniku je určena součtem hodnoty podniku pro první fázi s hodnotou podniku ve fázi druhé podle vzorce

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.33)$$

### **Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Dle Maříka (2011) je metoda kapitalizovaných čistých výnosů metodou „netto“, tj. výnosová hodnota je počítána z výnosů pouze pro držitele vlastního kapitálu a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Opírá se o historická data a zkoumá především minulou výkonnost podniku. Základem je vypočítat hodnotu tzv. trvale udržitelného zisku podniku. Výpočet lze provést pomocí vzorce

$$V = \frac{TUZ}{R}, \quad (2.34)$$

kde  $TUZ$  znamená trvale udržitelný zisk, a  $R$  jsou náklady kapitálu.

Trvale udržitelný zisk je vypočten jako účetní zisk upravený o odpisy, mimořádné výnosy a náklady, výnosy a náklady nesouvisející s hlavní činností podniku a zprůměrované nepravidelné výnosy a náklady, aj. Vzorec pro výpočet je

$$TUZ = \sum_{t=1}^T w_t \cdot z_t, \quad (2.35)$$

kde  $w_t$  znamenají váhy období a  $z_t$  znamená upravený zisk minulého období.

### Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA) lze vyjádřit ocenění podniku, ale lze ji využít také jako nástroj finanční analýzy a řízení podniku. Jedná se o ukazatel výnosnosti, který odstraňuje nedostatky některých běžně užívaných ukazatelů (rentabilita vlastního kapitálu, aktiv, aj.) Metoda ekonomické přidané hodnoty je založena na předpokladu měřitelnosti ekonomického zisku, který je chápán jako zisk, který podnik dosahuje po uhrazení nejen všech běžných nákladů, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na kapitál vlastní. Dalo by se říci, že pokud podnik dosáhne kladného účetního zisku, vykazuje rovněž zisk ekonomický za předpokladu, že je tento účetní zisk větší než náklady na vlastní kapitál.

Ekonomická přidaná hodnota vyjadřuje požadavek na to, aby podnik vyprodukoval minimálně takovou výši zisku, kolik činí výnos z investovaných prostředků a vytvářel tzv. nadzisk. Obecný vztah pro výpočet je následující:

$$EVA = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC, \quad (2.36)$$

kde  $NOPAT$  znamená operační výsledek hospodaření v čase  $t$  po odpočtu upravených daní,  $NOA$  znamená hodnotu provozně nutného kapitálu (čistá operační aktiva) v čase  $t-1$  a  $WACC$  znamenají průměrné vážené náklady kapitálu.

Výpočet ekonomické přidané hodnoty nemusí být vždy jednoduchý, jelikož nelze vycházet pouze z účetních dat. Doplnkovými informacemi k výpočtu hodnoty podniku je nutné upravit účetní data na data ekonomická. Častým postupem je ztotožnění s ukazatelem EBITu po zdanění, který je upraven o mimořádné náklady a výnosy.

Hodnota celkových aktiv pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je brána jako hodnota vázaná v aktivech, která jsou nutná pro dosažení operačního zisku. Ze strany aktiv, je tato hodnota označována jako čistá operační aktiva (NOA), přičemž jejich přesné vymezení je v praxi obtížné. Záleží na konkrétní situaci daného podniku a na povaze podnikatelské

činnosti. Důležité je zachovat vazbu mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti, tzn. NOPAT by měl obsahovat výnosy a náklady související s aktivy, které jsou součástí NOA.

Dle Maříka (2011) má rozhodující úlohu u oceňovacích metod založených na ukazateli ekonomické přidané hodnoty tržní přidaná hodnota (MVA). Hodnota MVA se vypočte jako rozdíl mezi tržní hodnotou kapitálu s její hodnotou účetní, jedná se tedy o tzv. goodwill. Ukazatel EVA hodnotí hospodaření společnosti během minulého roku, zatímco MVA vytváří pohled do budoucnosti. Výpočet hodnoty podniku pomocí MVA lze provést podle vzorce

$$V_{EVA} = C_0 + MVA, \quad (2.37)$$

kde  $C_0$  znamená hodnotu vloženého kapitálu k momentu ocenění.

Tržní přidanou hodnotu lze vypočíst pomocí ekonomické přidané hodnoty, kdy MVA je tvořena současnou hodnotou očekávaných budoucích ekonomických zisků. Vzorec pro výpočet je následující:

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^T EVA_t \cdot (1 + WACC)^{-t}. \quad (2.38)$$

Výpočet hodnoty podniku pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty dvoufázovou metodou je obdobný jako u metody diskontovaných peněžních toků. Rozdíl je v tom, že místo volných peněžních toků budou ve výpočtu použity peněžní toky EVA. Výpočet lze provést podle vztahu

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.39)$$

kde  $H_n$  znamená hodnotu vlastního kapitálu podniku,  $NOA_0$  jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,  $NOPAT_t$  operační výsledek hospodaření po dani,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady kapitálu,  $D_0$  jsou úročené dluhy k datu ocenění a  $A_0$  je hodnota neoperačních aktiv k datu ocenění.

Výsledná hodnota zjištěná pomocí obou metod by měla být totožná za předpokladu použití stejných veličin, a to stejných průměrných vážených nákladů kapitálu, stejného zisku a stejně velké hodnoty provozně nutného kapitálu.

## 2.8.2 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody se snaží o kombinaci ocenění majetkového a výnosového. Jedná se zejména o metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů a metodu střední hodnoty. V literatuře jsou tyto metody označovány také jako korigované výnosové metody.

### Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Celková hodnota podniku určená pomocí metody kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů je určena z hodnoty substance a hodnoty firmy. Hodnota firmy je v tomto smyslu chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a hodnotou substanční.

Základem hodnoty firmy je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos vypočtený jako rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu.

Substanční hodnota založená na reprodukčních cenách je vyjádřena vloženým kapitálem. Výpočet hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů se stanoví podle vzorců

$$\check{C}V = i_k \cdot S_n, \quad (2.40)$$

kde  $\check{C}V$  znamená obvyklý čistý výnos za rok,  $i_k$  znamená normální zúročení vloženého kapitálu a  $S_n$  znamená netto substanční hodnotu.

Mimořádný čistý výnos za rok se vypočte dle vzorce

$$M\check{C} = PV - \check{C}V, \quad (2.41)$$

kde  $PV$  znamená plánovaný čistý výnos podniku.

Hodnota vlastního kapitálu podniku  $H$  se určí dle vzorce

$$H_n = S_n + \frac{PV - \check{C}V}{i_{k2}}, \quad (2.42)$$

kde  $i_{k2}$  znamená zvýšenou úrokovou míru, jelikož mimořádný čistý výnos je spojen s větším rizikem.

## Metoda střední hodnoty

Metoda střední hodnoty, nazývaná také jako Schmalenbachova metoda, je často využívaná a oblíbená u praktiků. Jestliže je vypočtena výnosová a substanční hodnota založená na reprodukčních cenách, lze hodnotu podniku pomocí metody střední hodnoty určit dle vzorce

$$H = \frac{V + S}{2}, \quad (2.43)$$

kde  $S$  znamená substanční hodnotu zaleženou na reprodukčních cenách, a  $V$  je hodnota výnosová.

Zatímco výnosová metoda bývá často propočtena pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů, substanční hodnota má v různých odvětvích různý význam a je potřeba jí věnovat více pozornosti. Není vždy správné používat prostého průměru, proto lze vzorec modifikovat pomocí vah následovně

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}, \quad (2.44)$$

kde  $x_1$  a  $x_2$  znamenají váhy zvolené pro dané veličiny.

### 2.8.3 Majetkové metody

Pomocí majetkových metod je zjištěna substanční hodnota podniku. Majetkové ocenění je definováno jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od kterého je následně odečtena hodnota celkových individuálně oceněných závazků. Jednotlivé metody se od sebe liší pouze v předpokladu, zda se uvažuje o dalším pokračování podniku či nikoliv.

#### Likvidační hodnota

Likvidační hodnota podniku je zjišťována v případě, že se nepředpokládá další pokračování podniku. Majetek bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán nebo zlikvidován. Likvidace podniku může u každé jednotky probíhat s různou rychlostí a s různou intenzitou. Jestliže likvidace probíhá pod vnějším tlakem, bývá obvykle nižší než likvidační hodnota za podmínek „normálního“ rozprodeje zřízeného z hlediska výhodnosti.

Z věcného hlediska je ocenění pomocí likvidační hodnoty jednoduché, z praktického hlediska je však velice obtížné odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny. Likvidační hodnotu lze vypočítat podle vzorce

$$LH = P - V, \quad (2.45)$$

kde  $P$  znamenají veškeré příjmy z prodeje majetku a  $V$  znamenají výdaje na vyrovnaní dluhů, na úhradu nákladů na likvidaci a na úhradu případných daní z příjmů z prodeje majetku daní a převodu nemovitostí.

### **Substanční hodnota na principu reprodukčních cen**

Cílem této metody je nalézt takovou částku, za kterou by byl vlastník schopen znovu vybudovat podnik, který je předmětem ocenění. Dále je nutné rozlišovat substanční hodnotu brutto a netto. Hodnota brutto je získána, zjistí-li se aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku snížené o opotřebení. Jestliže od této hodnoty odečteme částku dluhů, dostaneme tím substanční hodnotu netto. Důležitým faktorem je odhad ocenění veškerých nehmotných aktiv, jako jsou know how, patentní a ochranné známky, ale i vztahy k odběratelům, dodavatelům podniku nebo například kvalifikace personálu.

Jestliže jsou vyčísleny veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, v jakém se nacházel k datu ocenění, jedná se o tzv. úplnou substanční hodnotu podniku. V praxi je však velice obtížné vyčíslit dopodrobna všechny položky a výsledkem ocenění je tedy neúplná substanční hodnota.

## **2.9 Analýza citlivosti**

Řízení podniku a podnikových financí je velmi často spojeno s pojmem nejistota a riziko. Budoucí vývoj nelze předem předpovědět se stoprocentní pravděpodobností a skutečné hodnoty se mohou výrazně lišit od očekávaných. K analýze těchto odchylek slouží analýza citlivosti, která poskytuje informace o tom, jak se změní ocenění podniku v důsledku změny jednoho či více vstupních parametrů.

*„U tohoto přístupu je hodnocen vliv změn vstupních parametrů na výsledné hodnoty finančních veličin. Tato analýza bývá někdy označována jako „What If...“, „Co když...“ analýza, podle otázky, na kterou se hledá odpověď,“ dle Dluhošová (2010, str.38).*

Jestliže je obecný model vyjádřen pomocí funkce dílčích ukazatelů, lze citlivost souhrnného ukazatele na jeden faktor vyjádřit pomocí vztahu

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n], \quad (2.46)$$

kde  $F_1, F_2, F_3 \dots F_n$  znamenají faktory působící na vrcholový ukazatel a  $\alpha$  je relativní odchylka (kladná, záporná).

Výslednou změnu je možné vyjádřit také jako přírůstek hodnoty, který je vyvolán vlivem změny faktoru. Výpočet lze provést pomocí vztahu

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U, \quad (2.47)$$

kde  $\Delta U_{\alpha}^{F_1}$  znamená změnu ukazatele způsobenou změnou faktoru  $F_1$ ,  $U$  znamená původní hodnotu ukazatele a  $U_{1+\alpha}^{F_1}$  znamená velikost ukazatele po změně ovlivňujícího faktoru.



### **3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU**

V této kapitole diplomové práce je nejprve charakterizována oceňovaná společnost, poté je provedena strategická analýza podniku, která se skládá z analýzy makroprostředí a analýzy mikroprostředí. Dále je provedena finanční analýza podniku, kde jsou analyzovány výkazy daného podniku, jako jsou rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Data pro výpočet a zhodnocení v této kapitole jsou čerpána z internetových stránek ČNB, Ministerstva Financí ČR, Českého statistického úřadu a výročních zpráv společnosti SEMO a. s.

#### **3.1 Strategická analýza podniku**

Klíčovou fází oceňovacího procesu je strategická analýza. Jejím hlavním úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál daného podniku a zjistit jeho perspektivy z dlouhodobého hlediska.

V této kapitole je nejprve představena oceňovaná společnost, dále je uvedena analýza makroprostředí podniku, analýza mikroprostředí a nakonec je provedeno souhrnné zhodnocení strategické analýzy podniku formou SWOT analýzy.

##### **3.1.1 Charakteristika oceňované společnosti**

Společnost SEMO a. s. byla založena v roce 1994 jako společnost s ručením omezením. V roce 2009 došlo k její přeměně na akciovou společnost. Má sídlo v České republice a patří k významným společnostem zabývajících se šlechtěním, produkcí a prodejem osiv zeleniny, květin, léčivých a aromatických rostlin. Šlechtitelský program zaměřuje především na zeleninu plodovou a kořenovou, saláty, cibuli a zahradní hrášky. Základní informace o společnosti jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 3.1: Základní informace o oceňované společnosti

<b>Obchodní firma</b>	SEMO a. s.
<b>Sídlo</b>	Smržice 414, PSČ 798 17
<b>Právní forma</b>	Akciová společnost
<b>Předmět činnosti</b>	Zemědělská výroba Výroba a uvádění do oběhu osiva a sadby včetně šlechtění a udržovacího šlechtění
<b>Předseda představenstva</b>	Ing. Jan Prášil
<b>Členové představenstva</b>	Ing. Jan Makovec František Kollmann Ing. Jozef Stanek Ing. Karel Zavadil
<b>Akcie</b>	100 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč
<b>Základní kapitál</b>	100 000 000 Kč (splaceno 100 %)

Zdroj: výroční zprávy SEMO a. s.

### 3.1.2 Analýza mikroprostředí

V rámci analýzy mikroprostředí jsou charakterizovány výrobní faktory podniku, struktura zákazníků, dodavatelů, zaměstnanců a konkurenční síla podniku. Všechny tyto faktory jsou při stanovení vnitřního potenciálu podniku velice důležité.

Oceňovaná akciová společnost je v rámci odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ) řazena do odvětví A – zemědělství, lesnictví a rybářství, konkrétně do skupiny 01 – Rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti.

#### Výrobní faktory

Výrobní faktory společnosti SEMO a. s. jsou závislé zejména na počasí během vegetačního období. Jestliže je celý rok podprůměrný z hlediska teploty a srážek, lze obecně předpokládat nižší pěstební výnosy a v důsledku i menší tržby a zisk podniku. Dále mohou být plodiny ohroženy mimořádnými okolnostmi, jako je krupobití, přívalové deště a holomrazy. V neposlední řadě je významným rizikem zasažení rostlin houbovými chorobami a hmyzem.

Rok 2012 lze charakterizovat teplotně nadprůměrný a srážkově průměrný. Rozložení srážek v průběhu roku bylo nerovnoměrné. V zimním období byly porosty ozimých plodin poškozeny holomrazy, což vyvolalo zvýšené náklady na přeseť polí a tím i menší zisky.

Kvůli celkově nepříznivému průběhu počasí klesla produkce zeleniny mezi roky 2011 a 2012 o 16 % na celkových 232,9 tis. tun.

### **Struktura zákazníků a zaměstnanců**

Společnost SEMO a. s. se zaměřuje jak na profesionální trh, kde nabízí osivo zeleniny pro profesionální pěstitele, tak v kategorii hobby, které je určeno především pro drobné pěstitele zeleniny a domácnosti. Větší podíl na celkových tržbách mají zákazníci z tuzemska (cca 61 %), zákazníci ze zahraničí tvoří tržby ve výši 39 %.

SEMO a. s. zaměstnává průměrně 76 pracovníků, přitom z tohoto počtu připadá 12 pracovníků v řídicích funkcích. Strukturu společnosti lze charakterizovat na jednotlivá oddělení, kterými jsou oddělení šlechtění, produkce, logistiky a balení, provozu a zásobování.

### **Konkurenční síla podniku**

Společnost je členem mnoha profesních svazů, jedná se například o Českomoravskou šlechtitelskou a semenářskou asociaci (ČMŠSA), Svaz producentů a zpracovatelů biopotravin (PRO-BIO), Zelinářskou unii Čech a Moravy (ZUČM), dále je členem Asociace pěstitelů a zpracovatelů luskovin (APZL), Asociace pěstitelů a zpracovatelů léčivých, aromatických a kořeninových rostlin (PELERO). Navíc je členem mezinárodní asociace The Asia and Pacific Seed Association (APSA), která je jedna z největších společností zabývajících se podporou šlechtitelů osiva.

#### **3.1.3 Analýza makroprostředí**

Stav a vývoj makroprostředí má velmi významný vliv na podniky, které v tomto prostředí působí. Z tohoto důvodu je velice důležité posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik fungoval jak v minulosti, tak i v současnosti. V rámci analýzy makroprostředí je sledován historický a prognózovaný vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů, přičemž je nutné zaměřit pozornost na ty ukazatele, které budou pravděpodobně nejvíce determinovat vývoj definovaného relevantního trhu.

V této práci byl zkoumán vývoj a predikce hrubého domácího produktu (HDP), vývoj míry inflace a vývoj úrokových sazeb. Přestože základním trhem sledované společnosti je trh tuzemský, část tržeb tvoří zahraniční odběratelé, a tak je v práci analyzován také vývoj a predikce měnového kurzu CZK/EUR. Vstupní data k analýze makroprostředí jsou získány ze stránek ČNB, MF ČR a ČSÚ.

## Vývoj a predikce hrubého domácího produktu

Ukazatel hrubého domácího produktu patří k hlavním ukazatelům vývoje ekonomiky. Pro potřeby měření reálného výstupu dané ekonomiky je tento ukazatel očištěn o změny cen, a je tak vyjádřen ve stálých cenách.

Vývoj a predikce tempa růstu reálného hrubého domácího produktu v ČR v letech 2008 – 2017 je uveden v Tabulce 3.2.

Tabulka 3.2: Vývoj a predikce HDP

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>HDP (v mld. Kč)</b>	3 635	3 471	3 557	3 622	3 585	3 536	3 585	3 656	3 744	3 835
<b>Δ HDP (v %)</b>	3,10	-4,50	2,50	1,80	-1,00	-1,40	1,40	2,00	2,40	2,50

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2014)

Ekonomické prostředí bylo v roce 2008 postiženo finanční krizí, která vypukla v roce 2007 v USA po splasknutí hypoteční bubliny. Na světových trzích se začala projevovat nejistota a napětí ohledně budoucího vývoje, a proto došlo k prudkému poklesu hospodářské aktivity. Tento pokles se v ČR naplno projevil až v roce 2009, kdy poklesl meziroční růst HDP o 4,50 %. V nadcházejícím roce 2010 se již evropská a potažmo i česká ekonomika vzpamatovávala z recese. Rozpočtová a měnová stimulační opatření začala působit a tempo růstu HDP dosahovalo hodnoty 2,50 %. V letech 2011 – 2013 lze pozorovat mírné snížení stagnaci ve vývoji HDP. V roce 2014 se předpokládá růst tempa HDP v hodnotě 1,40 %, a poté je predikován pozvolný růst, který by měl v roce 2017 dosáhnout hodnoty 2,50 %.

## Vývoj a predikce inflace

Ukazatel míry inflace je jedním z důležitých makroekonomických ukazatelů. Inflaci lze definovat jako všeobecný růst cen zboží a služeb, který vede k poklesu kupní síly peněz. V podnicích se inflace projevuje jak na straně vstupů, tak i výstupů.

Vývoj tempa růstu průměrné míry inflace v ČR a její predikce za roky 2008 - 2017 je uvedena v Tabulce 3.3.

Tabulka 3.3: Vývoj a predikce inflace

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Míra inflace (v %)</b>	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	1,0	2,4	0,9	2,0

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2014)

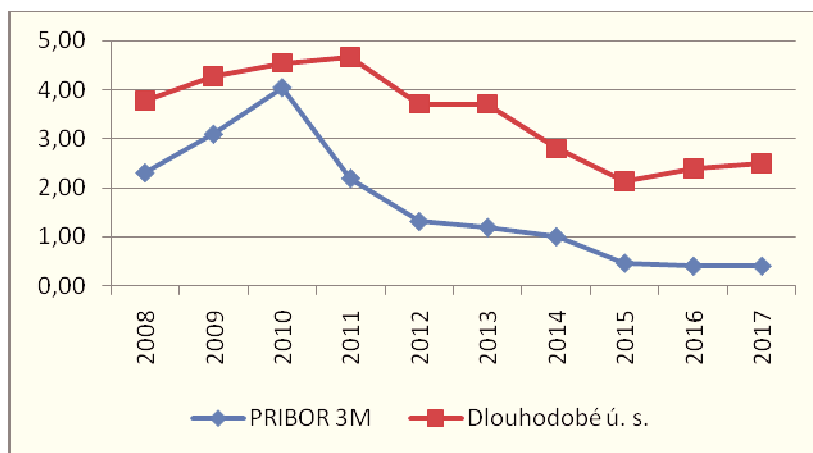
V roce 2008 činila průměrná míra inflace v ČR 6,3 %. Jedná se o nejvyšší meziroční nárůst za předchozích deset let. Tato hodnota byla způsobena mimo jiné i rostoucími cenami energie a potravin. V roce 2009 dosáhla průměrná míra inflace hodnoty 1,0 %, která byla způsobena pomalým tempem růstu ekonomiky a stagnujícími spotřebitelskými cenami během období recese. V dalších letech inflace pozvolna roste až do roku 2012, kdy dosahuje hodnoty 3,3 %. V letech 2013 – 2017 by se měla inflace podle prognózy ministerstva financí ČR pohybovat v rozmezí 1,0 – 2,4 %, přičemž na výsledné hodnoty budou mít vliv přijatá opatření jak ze strany fiskální, tak i měnové politiky.

### Vývoj a predikce úrokových sazeb

Vývoj úrokových sazeb patří k důležitým a sledovaným ukazatelům každé ekonomiky, protože jejich velikost má dopad na celou společnost. V podnicích se změna úrokových sazeb projevuje ve vývoji nákladů na kapitál, velikostí bezrizikového výnosu nebo i zájmem investorů, kteří se rozhodují, do jakých finančních instrumentů budou investovat.

V této práci je sledován vývoj a predikce průměrné 3 měsíční sazby PRIBOR a dále pak dlouhodobé úrokové sazby (výnos desetiletých státních dluhopisů dle MF ČR). V Grafu 3.1 je zachycen vývoj za roky 2008 – 2017 a jejich predikce.

Graf 3.1: Vývoj a predikce úrokových sazeb



Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2014)

Jak je z Grafu 3.1 patrné, došlo v letech 2008 – 2010 ke zvýšení průměrné 3měsíční sazby PRIBOR, které bylo způsobeno měnovými restrikcemi v daném období. Dlouhodobé úrokové sazby by se díky bezproblémovému fiskálnímu vývoji měly ustálit na nízké úrovni a měly by se pohybovat okolo 1 %.

## Vývoj a predikce směnného kurzu CZK/EUR

Stav a pohyb měnového kurzu podstatně ovlivňují rozhodování v podniku o exportu a importu zboží a služeb. Prostřednictvím měnového kurzu je umožněno spojení hospodaření podniku se zahraničím. Přitom čím více se podnik zapojuje do mezinárodního obchodu, tím více je sledování stavu a pohybu devizového kurzu pro podnik důležitější. Měnový kurz je rizikový z hlediska jeho volatility, a proto musí být toto riziko zohledněno v rozhodování každého podniku účastnícího se zahraničního obchodu.

Jelikož sledovaná společnost uskutečňuje zahraniční obchod, a to sice z exportéřského pohledu, je důležité sledovat měnový kurz CZK/EUR. Zahraniční tržby tvoří přibližně 40 % celkových výnosů společnosti. Vývoj a predikce měnového kurzu CZK/EUR je uveden v následující tabulce.

Tabulka 3.4: Vývoj a predikce měnového kurzu CZK/EUR

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Roční průměr</b>	24,96	26,45	25,29	24,59	25,14	25,98	27,30	27,20	26,80	26,40
<b>Zhodnocení (v %)</b>	11,30	-5,60	4,60	2,80	-2,20	-3,20	-4,70	0,30	1,40	1,50

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2014)

V letech 2008 – 2012 se kurz pohyboval kolem hodnoty 25 CZK/EUR. V roce 2013 došlo ze strany ČNB k devizovým intervencím, které vedly k znehodnocení české koruny a její kurz se ustálil kolem hodnoty 27 CZK/EUR. Toto opatření bylo provedeno za účelem oživení ekonomiky a dosažení inflačního cíle ČNB. V dalších letech se předpokládá, že bude měnový kurz udržován na této hodnotě, případně klesne pod tuto hodnotu do výše 26,40 CZK/EUR.

## 3.2 Finanční analýza podniku

Finanční analýza podniku se skládá z vertikální a horizontální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty. V další části práce jsou rovněž propočítány poměrové ukazatele, jako jsou ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity.

### 3.2.1 Vertikální a horizontální analýza

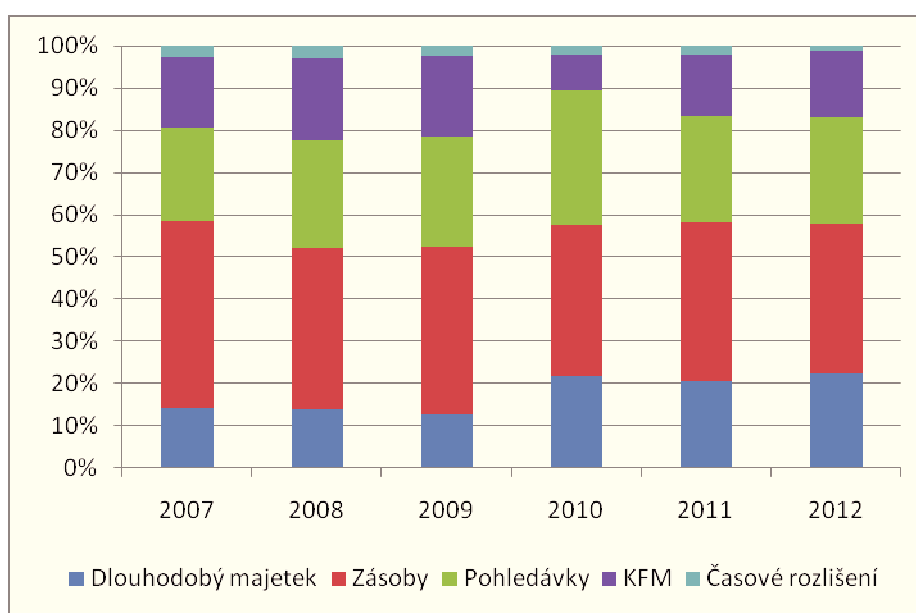
Výchozí bod finanční analýzy tvoří vertikální a horizontální rozbor účetních výkazů, pomocí kterého lze sledovat meziroční absolutní a relativní změny daných položek. V této části práce je nejprve provedena analýza vertikální, a poté analýza horizontální.

## Vertikální analýza rozvahy

Vývoj struktury aktiv společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012 je uveden v Grafu 3.2. Je zřejmé, že aktiva jsou tvořena převážně oběžným majetkem, dlouhodobý majetek je zastoupen pouze cca 20 % a ostatní aktiva jsou ve výši zhruba 4 %.

Skutečnost, že největší položkou na celkových aktivech jsou zásoby, které tvoří téměř 40 %, je vzhledem k předmětu podnikání společnosti v normě. Hlavní činností společnosti je prodej osiva, které je získáváno hlavně v letním období a poté je drženo a postupně prodáváno během celého roku.

Graf 3.2: Vertikální analýza aktiv sledované společnosti v letech 2007 – 2012

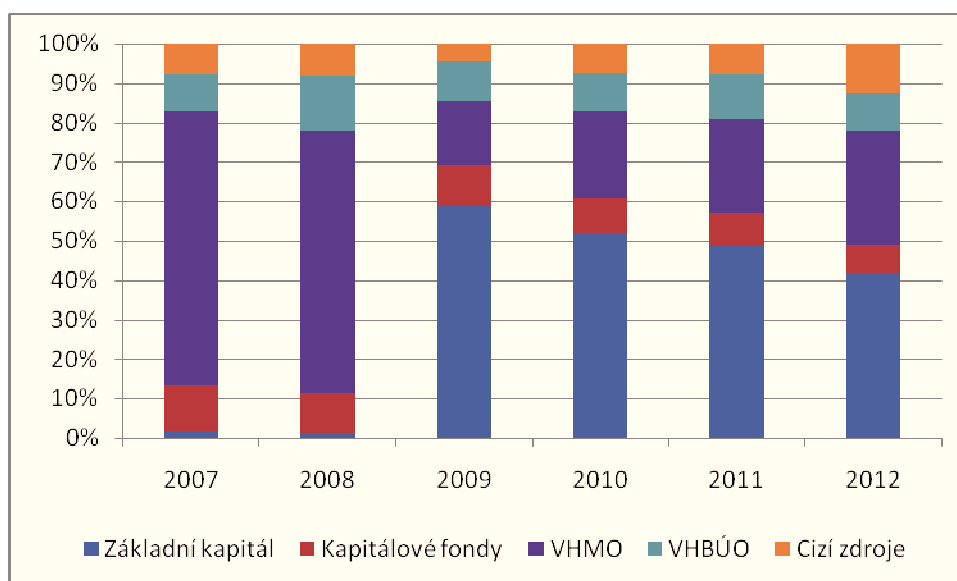


Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Vývoj struktury pasiv v letech 2007 – 2012 je zachycen v Grafu 3.3. Je patrné, že společnost je z větší části financována z vlastních zdrojů a z menší části ze zdrojů cizích. Ostatní pasiva se na financování podílejí zanedbatelným podílem. Jak lze vysledovat z Grafu 3.3, v průběhu sledovaných let je rozložení vlastních a cizích zdrojů téměř konstantní, kde jsou cizí zdroje ve výši okolo 10 %.

Výrazná změna ve struktuře vlastního kapitálu v roce 2009 je způsobena navýšením hodnoty základního kapitálu společnosti z hodnoty okolo 2 mil. Kč na 100 mil. Kč. V tomto roce došlo ke změně právní formy společnosti na akciovou společnost, kde bylo vydáno 100 ks kmenových akcií ve jmenovité hodnotě 1 mil. Kč.

Graf 3.3: Vertikální analýza pasiv sledované společnosti v letech 2007 – 2012



Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

### Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Při vertikálním rozboru výkazu zisku a ztráty hraje důležitou roli výběr vztažné veličiny, tj. položka, která vyjadřuje 100 %. Základním cílem společnosti je generování tržeb, nicméně výnosy podniku nemusejí být vždy nutně tvořeny pouze tržbami. Z tohoto důvodu byla v práci použita jako vztažná veličina hodnota celkového obratu za jednotlivá období, která byla získána sečtením všech položek výnosů. Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v Příloze č. 4.

Na základě této analýzy lze říci, že výnosy sledované společnosti jsou z převážné většiny tvořeny tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, které činí okolo 88 %. Sledovaný podnik je možné tedy označit za výrobní. Naopak tržby za prodej zboží jsou minimální a pohybují se okolo 3 %. Ostatní provozní výnosy jsou výši přibližně 8 % a tržby za prodej dlouhodobého majetku a materiálu ve výši 1 %.

### Horizontální analýza rozvahy

Při sestavování a posuzování aktiv a pasiv pomocí horizontální analýzy je nutné brát v úvahu výstupy výše uvedené vertikální analýzy, neboť relativní změny některých položek v řádu stovek procent v čase nemusí být ve skutečnosti významné, protože podíl této zkoumané položky může být zanedbatelný na celkové bilanční sumě.



V Tabulce 3.5 je zaznamenán vývoj dlouhodobého (DM) a oběžného (OA) majetku společnosti SEMO a. s. ve sledovaných letech. Na podzim v roce 2008 byla zahájena výstavba folníků včetně technologie, která byla spolufinancována ze Státního zemědělského intervenčního fondu (SZIF). Výrazné navýšení dlouhodobého majetku v letech 2009 a 2010 je způsobeno zahájením a pozdější dostavbou investiční akce s názvem „Výstavba kotelny na biomasu a modernizace otopné soustavy“. A v roce 2010 byla zahájena rekonstrukce skladové haly v Čelechovicích na Hané. Oba projekty byly spolufinancovány Státním zemědělským intervenčním fondem.

Tabulka 3.5: Horizontální analýza aktiv v letech 2007 – 2012

Roky	DM	OA
2007 - 2008	14,22%	17,55%
2008 - 2009	-3,50%	6,89%
2009 - 2010	92,97%	0,57%
2010 - 2011	4,15%	11,27%
2011 - 2012	25,24%	13,85%

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Co se týče oběžných aktiv, vykazuje společnost ve sledovaných letech stabilní nárůst ve výši 10 – 12 %. Výrazně nižší hodnoty zaznamenala v letech 2009 – 2010, kdy se soustředila na pořízení dlouhodobého majetku.

Vývoj vlastních a cizích zdrojů společnosti SEMO a. s. je zachycen v Tabulce 3.6. Položka změny vlastního kapitálu vykazuje stabilní hodnoty a pohybuje se ve sledovaných letech okolo 9 % téměř beze změn.

Cizí zdroje se mezi lety 2008 – 2009 snížily v důsledku snížení krátkodobých závazků z obchodní činnosti. V těchto letech zaznamenal celkově zemědělský průmysl výrazný pokles vlivem hospodářské recese, byly zaznamenány nižší sklizně a nižší zisky. V následujících letech je zřetelný nárůst cizích zdrojů, který je způsoben přijetím dotace ze SZIF na pořízení a rekonstrukci dlouhodobého majetku a zároveň se hodnota krátkodobých závazků z obchodních vztahů vrátila na svou obvyklou hodnotu a společnost zaznamenala celkové hospodářské oživení.

Tabulka 3.6: Horizontální analýza pasiv zdrojů v letech 2007 – 2012

Roky	VK	CK
2007 - 2008	16,16%	25,85%
2008 - 2009	9,48%	-46,89%
2009 - 2010	9,34%	95,15%
2010 - 2011	9,88%	8,36%
2011 - 2012	9,61%	91,97%

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

### Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Výsledky horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v Tabulce 3.7. V roce 2009 byla společnost částečně zasažena doléhající finanční krizí, která měla za následek dosažení menšího zisku než v minulých letech. V období 2009 – 2010 se situace zlepšila, hlavně díky uvedení do provozu investice folníků a zavedením nových technologií. V letech 2011 – 2012 zaznamenala společnost SEMO a. s. mírný pokles výsledku hospodaření v důsledku snížení tržeb za zboží. V těchto letech došlo k výrazným klimatickým výkyvům, jedná se zejména o období sucha v jarních měsících a následné krupobití v hlavní sezóně, které vedly k poškození části úrody, která byla určena k sezónnímu prodeji zeleniny.

Tabulka 3.7: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Roky	VH
2007 - 2008	73,64%
2008 - 2009	-27,08%
2009 - 2010	7,02%
2010 - 2011	15,44%
2011 - 2012	-12,98%

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

### 3.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Pro účely diplomové práce byla zvolena společnost analyzována pomocí ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti, aktivity a likvidity.

#### Ukazatele rentability

V oblasti rentability byly pro posouzení hospodaření společnosti využity tři poměrové ukazatele, a to rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vypočítána dle vzorce (2.3), rentabilita

aktiv (ROA) dle vzorce (2.4) a rentabilita tržeb (ROS) dle vzorce (2.5). Vývoj ukazatelů v jednotlivých letech je zachycen v Tabulce 3.8.

Tabulka 3.8: Ukazatele rentability ve sledovaném období

<b>Ukazatel</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>ROE</b>	10,16%	15,18%	10,11%	9,90%	10,30%	8,17%
<b>ROA</b>	9,33%	13,79%	9,60%	9,14%	9,53%	7,18%
<b>ROS</b>	16,98%	26,02%	20,18%	16,74%	19,92%	15,68%

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Jelikož jsou ukazatele rentability vypočítány pomocí stejné hodnoty EAT, působí na jejich vývoj stejné faktory a mají v čase podobný vývoj. Nejvyšší hodnoty ROA i ROS dosahovaly ve stejném roce, jako ukazatel ROE, což bylo dáno příznivým počasím, kdy se podařilo vypěstovat a prodat více sezónní zeleniny v letním období, a zároveň bylo i získáno více osiva pro prodej velkoodběratelům, pro trh hobby a drobné zahrádkáře. Pokles v následujícím roce je způsoben částečně méně příznivým rokem z hlediska srážek, kdy se vypěstovalo a následně prodalo méně osiva, tak i velkým navýšením základního kapitálu, který vzrostl z cca 2 mil. Kč na 100 mil. Kč. Nejnížší hodnoty dosahovaly všechny ukazatele v roce 2012, kdy byly osevní plochy zasaženy holomrazy, a bylo nutné daná pole přesít. Následně byly v červenci pěstební plochy zasaženy silným přívalovým deštěm a krupobitím. Tyto faktory zvyšovaly náklady na produkci a společnost dosahovala nižšího zisku.

### Ukazatele aktivity

V rámci analýzy aktivity byly ve sledovaných letech provedeny výpočty pro dobu obratu aktiv dle vzorce (2.6), dobu obratu pohledávek dle (2.7) a dobu obratu závazků dle (2.8). Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tabulce 3.9.

Tabulka 3.9: Ukazatele aktivity ve sledovaném období

<b>Ukazatel</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>DO A</b>	655,47	679,36	756,59	659,33	752,21	785,84
<b>DO pohledávek</b>	145,49	173,39	196,59	209,25	188,89	197,58
<b>DO závazků</b>	46,74	53,08	29,40	46,35	52,98	92,03

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Ukazatel doby obratu aktiv vykazuje ve sledovaném období setrvalý stav, kdy se pohybuje průměrně okolo 700 dní. Takto dlouhá doba koresponduje s činností podniku, kdy trvá celý rok, než je zelenina vypěstována a je z ní získáno osivo. V následujících měsících

musí být odrůdy osiv oficiálně uznány a jsou prodávány spotřebitelům až v jarním období následujícího roku.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje průměrnou dobu, která uplyne mezi prodejem na obchodní úvěr a jeho uhrazením. Ve sledovaném období tento ukazatel vykazuje přibližně konstantní trend, který je způsoben současným zvyšováním celkových tržeb i položky celkových pohledávek.

Doba obratu závazků pak analogicky vyjadřuje, jak dlouho podnik odkládá platbu faktur svým dodavatelům. Ve sledované společnosti vykazuje tento ukazatel mírně rostoucí trend, což znamená, že se jí daří odkládat dobu splatnosti co nejdále. Za negativní jev lze označit to, že doba obratu závazků je kratší než doba obratu pohledávek a není tak splněno pravidlo solventnosti.

### Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží k porovnání, z jaké části jsou podniková aktiva kryta z vlastních a z jaké části z cizích zdrojů. Pro účely analýzy zadluženosti sledované společnosti byl použit ukazatel finanční páky dle vzorce (2.10), celkové zadluženosti dle (2.9) a zadluženosti vlastního kapitálu dle (2.11). Hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 3.10: Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Finanční páka</b>	108,87%	110,09%	105,28%	108,27%	108,01%	113,78%
<b>Celková zadluženost</b>	7,58%	8,12%	4,12%	7,15%	7,04%	11,71%
<b>Zadluženost VK</b>	8,25%	8,94%	4,33%	7,74%	7,61%	13,33%

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Důležitým cílem finančního řízení každého podniku je dosažení optimálního poměru mezi vlastními a cizími zdroji financování. Optimální výše jednotlivých ukazatelů zadluženosti není přesně stanovena, přesto je doporučována stabilní hodnota, což sledovaný podnik v letech 2007 – 2012 splňuje. Za nepříznivý jev lze však označit dlouhodobě nízké hodnoty ukazatele finanční páky, které naznačují, že převážná většina aktiv je kryta pouze vlastním kapitálem. Stejně tak jsou dlouhodobě nízké hodnoty celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu dány velmi nízkou hodnotou cizího kapitálu, který je tvořen zejména krátkodobými závazky z obchodních vztahů. Vlastní zdroje financování patří

obvykle k dražším způsobům financování, které může vést k finančnímu zatěžování podniku. Sledovaná společnost by se tak měla zaměřit na správu financí podniku a zvážit alespoň částečné financování podnikových potřeb z cizích zdrojů.

### **Ukazatele likvidity a čistý pracovní kapitál**

Pomocí ukazatelů likvidity je měřena schopnost firmy dostát svým závazkům v dané výši a v daném čase. Pro analýzu likvidity byly použity ukazatele celkové likvidity dle vzorce (2.12), pohotové likvidity dle (2.13) a okamžité likvidity dle (2.14), jejichž hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 3.11: Ukazatele likvidity ve sledovaném období

<b>Ukazatel</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Celková</b>	11,82	10,79	22,27	10,91	11,07	6,54
<b>Pohotová</b>	5,53	5,84	11,86	5,78	5,69	3,49
<b>Okamžitá</b>	2,38	2,53	5,04	1,22	2,09	1,34

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Společnost SEMO a. s. ve sledovaných letech několikanásobně překračuje doporučené hodnoty všech stupňů likvidity, což je způsobeno tím, že drží velké množství oběžných aktiv, zejména bezhotovostních peněz na účtu, které několikanásobně převyšují hodnotu krátkodobých závazků. Dalším faktorem je velké množství osiva, které společnost získá na konci vegetačního období, a které postupně prodává po celý následující rok. V roce 2012 lze sledovat prudký pokles ukazatelů likvidity, který je způsoben především dvojnásobným navýšením krátkodobých závazků. I přes takové velké zvýšení se nedostane společnost do ohrožení platební schopnosti, jelikož peněžní prostředky i nadále několikanásobně převyšují krátkodobé závazky.

Ukazatel čistého pracovního kapitálu (ČPK) patří mezi rozdílové ukazatele a vypočítá se jako rozdíl mezi souhrnem položek oběžného majetku a souhrnem položek krátkodobých závazků dle vzorce (2.15). Hodnoty za jednotlivé roky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 3.12: Čistý pracovní kapitál ve sledovaném období

<b>Ukazatel</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>ČPK (v tis. Kč)</b>	112 292	130 842	147 222	140 810	158 934	168 492

Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

Ukazatel čistého pracovního kapitálu vyjadřuje tu část oběžného majetku, která není zatížena krátkodobými závazky. Jak je patrné z Tabulky 3.12, hodnota ČPK ve sledovaných letech analyzované společnosti vykazuje rostoucí trend, který lze označit jako pozitivní. Po zaplacení krátkodobých závazků společnosti zbývá dostatek finančních prostředků na ostatní podnikové náklady a potřeby.

### **3.3 SWOT analýza**

Smyslem SWOT analýzy je zrekapitulovat silné a slabé stránky podniku a příležitosti a ohrožení v okolí podniku na základě provedené strategické a finanční analýzy v předchozí části práce.

#### **Silné stránky podniku jsou**

- stabilizovaná finanční situace podniku,
- členství v mnoha mezinárodních pěstebních organizacích,
- velmi nízká zadluženost podniku,
- kvalifikovaní pracovníci,
- velmi dobrá pověst podniku.

#### **Slabé stránky podniku jsou**

- nutnost dodržovat zásady ekologického zemědělství,
- nedodržení zlatého pravidla solventnosti – doba obratu závazků je delší než doba obratu pohledávek.

#### **Příležitosti podniku jsou**

- možnost rozšíření exportu do dalších zemí Evropské unie,
- vývoj nových odolných pěstebních odrůd,
- rozšíření prodeje čerstvé zeleniny v letním období,
- rozšíření osevních ploch a tím zvýšení objemu prodeje.

**Hrozby podniku jsou**

- nepříznivý vývoj počasí kvůli globálnímu oteplování,
- zvyšování nákladů na energie,
- zpřísnění legislativy týkající se používání hnojiv a pesticidů.

## **4 APLIKACE VYBRANÝCH METOD PŘI STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU**

Před samotným oceněním podniku je nejprve nutné sestavit dlouhodobý finanční plán a stanovit příslušné náklady kapitálu. Informace z finančního plánu jsou využity pro výpočet volných peněžních toků a pomocí zjištěných nákladů kapitálu je stanovena diskontní sazba, kterou se volné peněžní toky převádějí na současnou hodnotu. Po stanovení příslušných diskontovaných peněžních toků je vyčíslena celková hodnota vlastního kapitálu podniku. V závěru kapitoly je uvedeno zhodnocení a komparace výsledků.

### **4.1 Sestavení finančního plánu**

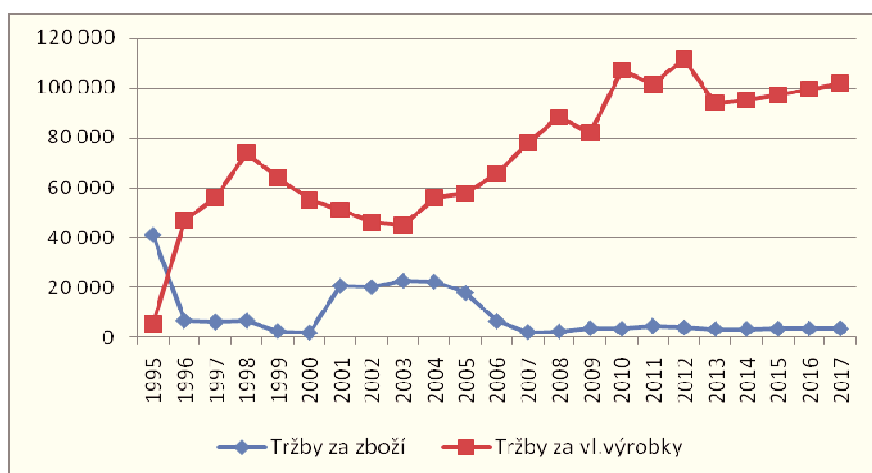
Dlouhodobý finanční plán se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu cash-flow. Aby bylo možné tyto plány sestavit, je nutné nejprve stanovit jednotlivé dílčí položky, jako jsou plánované tržby, čistý pracovní kapitál a investovaný dlouhodobý kapitál.

#### **4.1.1 Plánované tržby**

Plánované tržby jsou jedním z nejdůležitějších faktorů při sestavování dlouhodobého finančního plánu. Jejich předpověď by měla být výsledkem strategické analýzy. Pro odhad budoucích tržeb za zboží i vlastní výroby společnosti SEMO a. s. bylo využito regresní analýzy, kde se zkoumal vztah mezi tržbami společnosti a makroekonomickými ukazateli uvedenými v předchozí části práce. Bylo zjištěno, že tržby daného podniku se vyvíjí v souladu s HDP ČR, a tak je budoucí vývoj predikován podle této veličiny. Historický vývoj a predikce tržeb za zboží a vlastní výroby je uveden v Grafu 4.1. Za zboží je považována prodaná zelenina v letním období a výrobky představují osivo, které je prodáváno během celého roku.



Graf 4.1: Historický vývoj a predikce tržeb společnosti SEMO a. s.



Zdroj: výroční zprávy společnosti SEMO a. s., vlastní zpracování

#### 4.1.2 Plánovaný čistý pracovní kapitál

Budoucí vývoj zásob, pohledávek a neúročených krátkodobých závazků se plánuje zejména pro stanovení výše čistého pracovního kapitálu. Základním úkolem tohoto plánu je zjistit náročnost tržeb na jednotlivé složky pracovního kapitálu.

Při plánování budoucí výše čistého pracovního kapitálu je nutné nejprve analyzovat jednotlivé položky v minulosti z hlediska jejich náročnosti na tržbách. Jejich vazbu na tržbách lze zachytit například pomocí ukazatele doby obratu, který je vyjádřen ve dnech.

Vývoj ukazatele doby obratu zásob byl od počátku působení společnosti na stejné úrovni, kde se pohyboval průměrně okolo 290 dní. V následujících letech se neočekává žádná zásadní změna ve výrobě nebo výrobním programu, a proto je do budoucna počítáno s průměrnou dobou obratu 290 dní.

Průměrná hodnota doby obratu pohledávek se od počátku působení společnosti pohybovala okolo 154 dní. V posledních letech se však průměrná doba obratu začala zvyšovat a nyní se pohybuje okolo 189 dní, a proto je při budoucím odhadu výše pohledávek počítáno s dobou obratu 189 dní.

Hodnota ukazatele doby obratu krátkodobých neúročených závazků dosahovala za celé období působení společnosti přibližně 85 dní. V posledních letech však doba obratu závazků poklesla na průměrných 58 dní, a proto je v budoucnu predikována doba obratu ve výši 58 dní.

Časové rozlišení lze podle Maříka (2011) při oceňování podniku plánovat na základě odhadu minulého vývoje nebo ponechat ve stejné výši, protože jejich změny představují pouze účetní operace a nikoli reálné peněžní toky. Hodnotu podniku by proto neměly ovlivnit. Budoucí hodnoty položek časového rozlišení aktiv a pasiv byly odhadnuty na základě minulého vývoje, kde byla stanovena průměrná hodnota ve výši 3 827 tis. Kč položky časového rozlišení aktiv a 1 140 tis. Kč položky časového rozlišení pasiv. V Tabulce 4.1 je uveden přehled jednotlivých položek čistého pracovního kapitálu, jejich minulý vývoj a predikce do dalších let.

Tabulka 4.1: Predikovaný čistý pracovní kapitál

<b>Rok</b>	<b>Zásoby</b>	<b>Pohledávky</b>	<b>KZ</b>	<b>ČR A</b>	<b>ČR P</b>
<b>2007</b>	65 235	32 781	10 380	3 945	846
<b>2008</b>	66 109	44 273	13 361	5 195	1 812
<b>2009</b>	72 051	47 193	6 920	4 258	1 633
<b>2010</b>	72 895	64 817	14 215	4 378	1 010
<b>2011</b>	84 951	56 775	15 788	4 601	849
<b>2012</b>	92 617	65 633	30 434	3 549	1 042
<b>2013</b>	78 325	50 914	15 622	3 827	1 140
<b>2014</b>	79 411	51 620	15 839	3 827	1 140
<b>2015</b>	80 983	52 642	16 153	3 827	1 140
<b>2016</b>	82 933	53 909	16 541	3 827	1 140
<b>2017</b>	84 948	55 219	16 943	3 827	1 140

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.1.3 Plánovaný dlouhodobý majetek

Vhodným východiskem pro plánování dlouhodobého majetku je analýza minulosti. Jestliže máme k dispozici dostatečné informace za delší časovou řadu, je možné odvodit tendence v technickém vývoji a cenách, a lze odvodit závislost investičního majetku na výkonech.

Společnost SEMO a. s. během posledních let uvedla do provozu několik rozsáhlých investic, jako byla například výstavba folníků a zavádění nových technologií v roce 2008. V roce 2009 byla zahájena a o rok později uvedena do provozu investiční akce s názvem „Výstavba kotelny na biomasu - modernizace otopné soustavy“ a zároveň byla provedena rozsáhlá rekonstrukce skladové haly v Čelechovicích na Hané. Během minulých let tedy společnost provedla několik rozsáhlých investic, a proto se do budoucna předpokládá, že v blízkém časovém horizontu nebude uskutečňovat další finančně náročnou investici.

Predikovaná hodnota dlouhodobého majetku bude odhadována na základě minulých let s tempem růstu 1,5 %. Jelikož nejsou veřejně dostupné podrobné informace o odpisové politice společnosti SEMO a. s., jsou odpisy dlouhodobého majetku stanoveny na základě minulého vývoje, kde se pohybovaly průměrně okolo 15 % z dlouhodobého hmotného majetku. V posledních dvou letech však tento podíl klesl na cca 10 %, a tak je tento podíl předpokládán i v budoucnu. Budoucí hodnoty dlouhodobého majetku a odpisů jsou uvedeny v Tabulce 4.2.

Tabulka 4.2: Predikovaný dlouhodobý majetek

<b>Rok</b>	<b>DHM</b>	<b>Odpisy</b>	<b>Podíl odpisů na DHM</b>
<b>2007</b>	20 370	3 198	14,8%
<b>2008</b>	23 346	3 004	14,7%
<b>2009</b>	22 507	3 157	13,5%
<b>2010</b>	44 113	4 071	18,1%
<b>2011</b>	46 244	4 643	10,5%
<b>2012</b>	57 983	4 704	10,2%
<b>2013</b>	58 853	5 798	10,0%
<b>2014</b>	59 736	5 885	10,0%
<b>2015</b>	60 632	5 974	10,0%
<b>2016</b>	61 541	6 063	10,0%
<b>2017</b>	62 464	6 154	10,0%

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.1.4 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Vzhledem k rozsáhlosti plánovaného výkazu zisku a ztráty společnosti SEMO a. s. na období let 2013 – 2017, je tento výkaz uveden v Příloze č. 9.

Při sestavování plánovaného výkazu zisku a ztráty bylo vycházeno z předchozích dílčích plánů. Budoucí plánované tržby za výrobky a tržby za zboží byly predikovány na základě provedené regresní analýzy, kde se zkoumal vztah mezi minulým vývojem tržeb a minulým vývojem HDP.

Položky náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba a mzdové náklady byly opět zjištěny pomocí regresní analýzy. Náklady na prodané zboží se porovnávaly s vývojem tržeb za zboží, výkonová spotřeba byla porovnána s položkou tržeb za vlastní výrobky a vývoj mzdových nákladů byl navázán na vývoj tržeb za vlastní výrobky.

Náklady na sociální a zdravotní pojištění byly určeny ve výši 34 % ze mzdových nákladů. Položka sociálních nákladů byla určena na základě minulého vývoje. V minulých letech se pohybovala průměrně ve výši 4 % ze mzdových nákladů, a proto je stejný poměr předpokládán i v budoucnu. Zároveň se nepředpokládalo vyplácení odměn členům představenstva.

Položka ostatních provozních výnosů je u společnosti SEMO a. s. tvořena zejména přijatými provozními dotacemi. Mezi pravidelně opakující se dotace patří zejména dotace na plochu zemědělské půdy, na prevenci virových onemocnění, na zlepšení partnerské sítě, na podporu pojištění a na podporu včelstev. V minulých letech získala společnost i dotaci na zlepšení rezistence luskovin či dotaci na výstavu Flora. Jelikož není možné dopředu predikovat velikost dotací, je v budoucnu počítáno s průměrnou hodnotou získaných dotací za minulé období a to ve výši 6 436 tis. Kč.

Výnosové úroky byly stanoveny na základě minulého vývoje. Jejich výše byla porovnána s množstvím peněžních prostředků uložených v bankách. Položky aktivace a daně a poplatky byly vzhledem k stabilně nízké hodnotě v minulých letech určeny na základě průměrného minulého vývoje.

Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady lze jen těžko predikovat do budoucna. Vzhledem k tomu, že v minulých letech vykazují stabilní podíl ve výkazu zisku a ztráty, jsou i do budoucna predikovány ve stejném poměru. Sazba daně z příjmů právnických osob je na celé predikované období předpokládána ve výši 19 %.

#### **4.1.5 Plánovaná rozvaha**

Vzhledem k rozsáhlosti plánované rozvahy společnosti SEMO a. s. na období 2013 – 2017, jsou v Tabulce 4.3 uvedeny pouze stěžejní položky výkazu. Kompletní plánovaná rozvaha je uvedena v Příloze č. 10.

Při sestavování plánované rozvahy se vycházelo především z výše uvedených dílčích plánů. Výsledek hospodaření běžného účetního období byl čerpán z plánovaného výkazu zisku a ztráty společnosti SEMO a. s. na dané období.

Tabulka 4.3: Plánovaná rozvaha

<b>Položka</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Aktiva celkem	250 009	267 526	286 921	308 284	331 428
Dlouhodobý majetek	59 621	60 504	61 400	62 309	63 233
Dlouhodobý hmotný majetek	58 853	59 736	60 632	61 541	62 464
Oběžná aktiva	186 560	203 195	221 694	242 147	264 368
Zásoby	78 325	79 411	80 983	82 933	84 948
Krátkodobé pohledávky	50 914	51 620	52 642	53 909	55 219
Krátkodobý finanční majetek	57 321	72 165	88 069	105 305	124 201
Pasiva celkem	250 009	267 526	286 921	308 284	331 428
Vlastní kapitál	233 107	250 408	269 489	290 463	313 205
VH MÚO	92 097	95 776	113 077	132 158	153 132
VH BÚO	3 679	17 301	19 081	20 974	22 743
Cizí zdroje	15 762	15 979	16 293	16 681	17 083
Krátkodobé závazky	15 622	15 839	16 153	16 541	16 943

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.1.6 Plánovaný výkaz cash flow

Plánovaný výkaz cash flow v období 2013 – 2017 je uveden v Tabulce 4.4. Při sestavování budoucího výkazu CF se vycházelo především z výše uvedené plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Tabulka 4.4: Plánovaný výkaz cash flow

<b>Položka</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
PS PP	40 676	57 321	72 165	88 069	105 305
+ EAT	3 679	17 301	19 081	20 974	22 743
+ odpisy	5 798	5 885	5 974	6 063	6 154
- změna stavu zásob	14 292	-1 085	-1 573	-1 949	-2 016
- změna pohledávek	14 719	-706	-1 022	-1 267	-1 310
+ změna krátk. Záv.	-14 812	216	314	389	402
- časové rozlišení	-181	0	0	0	0
CF z PČ	23 495	21 612	22 773	24 209	25 973
- přírůstek DA	-6 852	-6 768	-6 870	-6 973	-7 077
CF z IČ	-6 852	-6 768	-6 870	-6 973	-7 077
+ změna dl.závazky	2	0	0	0	0
CF z FČ	2	0	0	0	0
CF	16 645	14 844	15 904	17 236	18 896
KS PP	57 321	72 165	88 069	105 305	124 201

Zdroj: vlastní zpracování

## 4.2 Stanovení provozně nutných a nenutných aktiv

Společnost SEMO a. s. dlouhodobě vykazuje velké množství peněžních prostředků na bankovním účtu. K bezproblémovému zajištění činnosti podniku stačí držet finanční prostředky v takové výši, jaká je horní hranice okamžité likvidity. Část nad tuto hranici lze vyčlenit jako provozně nenutná aktiva. Další položkou nezahrnovanou do provozně nutných aktiv je dlouhodobý finanční majetek. Hodnoty provozně nenutných aktiv (A) v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4.5: Provozně nenutná aktiva v jednotlivých letech

Roky	2012	2013	2014	2015	2016	2017
KFM	40 676	57 321	72 165	88 069	105 305	124 201
Hranice okamžité likvidity	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Provozně potřebný KFM	15 217	7 811	7 919	8 076	8 271	8 472
Provozně nepotřebný KFM	25 459	49 509	64 245	79 992	97 034	115 729
Dlouhodobý finanční majetek	517	701	701	701	701	701
<b>Provozně nenutná aktiva celkem</b>	<b>25 976</b>	<b>50 211</b>	<b>64 947</b>	<b>80 694</b>	<b>97 736</b>	<b>116 430</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Provozně nutná aktiva (NOA) jsou určena rozdílem mezi celkovými aktivy a provozně nenutnými aktivy. Hodnoty v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka: 4.6: Provozně nutná aktiva v jednotlivých letech

Roky	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Celková aktiva	261 042	250 009	267 526	286 921	308 284	331 428
Provozně nenutná aktiva	25 976	50 211	64 947	80 694	97 736	116 430
<b>Provozně nutná aktiva</b>	<b>235 066</b>	<b>199 798</b>	<b>202 580</b>	<b>206 228</b>	<b>210 548</b>	<b>214 998</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 4.3 Stanovení nákladů na kapitál

Stanovení nákladů na kapitál je důležitou součástí ocenění podniku. V současnosti existuje několik způsobů jejich stanovení. V této práci jsou náklady kapitálu stanoveny pomocí metody CAPM a stavebnicové metody.

### 4.3.1 Metoda CAPM

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je proveden podle vzorce (2.17) z teoretické části práce. Hodnoty jednotlivých položek v daných letech jsou uvedeny v Tabulce 4.7.

Tabulka 4.7: Náklady vlastního kapitálu pomocí CAPM

Rok	2013	2014	2015	2016	2017
$R_F$	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%
$R_M - R_F$	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
$\beta$	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
$E(R_E)$	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota bezrizikové sazby  $R_F$  pro roky 2013 – 2017 je stanovena na základě průměrné výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, jejichž hodnoty jsou čerpány z internetových stránek patria.cz [4]. Prémie za tržní riziko a hodnota beta koeficientu v jednotlivých letech je zjištěna z internetových stránek [1].

#### 4.3.2 Stavebnicová metoda

Výše bezrizikové sazby je odvozena od průměrné hodnoty výnosu desetiletých státních dluhopisů. Jedná se o stejnou hodnotu, která byla určena již u nákladů kapitálu pomocí CAPM.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu podniku je vypočtena na základě vzorců (2.25) a (2.4), kde se porovnává vypočtený ukazatel  $XI$  s ukazatelem  $ROA$ . Velikost ukazatele  $XI$  pro rok 2013 je

$$XI_{13} = \frac{233\,107 + 0}{250\,009} \cdot 0,03 = 0,019.$$

Hodnota  $ROA$  pro rok 2013 je

$$ROA_{13} = \frac{4\,542}{250\,009} = 0,018.$$

Jelikož je  $ROA_{13} < XI_{13}$ , a zároveň je  $ROA_{13} > 0$ , vypočítá se riziková přírážka  $R_{podnikatelské}$  podle vzorce (2.26)

$$R_{podnikatelské} = \frac{(0,019 - 0,018)^2}{0,019} \cdot 0,1 = 0,03 \, \%.$$

V ostatních predikovaných letech dosahuje ukazatel  $ROA$  větších hodnot než ukazatel  $XI$ , proto je  $R_{podnikatelské} = 0,00 \, \%$ .

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku je vypočtena na základě vzorce (2.24), kde je hodnota úplatných zdrojů rovna vlastnímu kapitálu ve výši 233 107 tis. Kč.

Jelikož jsou  $UZ < 100$  mil. Kč a jsou zároveň  $UZ < 3$  mld. Kč, je výpočet rizikové přírážky následující

$$R_{LA} = \frac{(3 - 0,233\,107)^2}{168,2} = 4,55 \, \%.$$

Riziková přírážka finanční stability je určena na základě ukazatele celkové likvidity. Horní hranice likvidity  $XL$  je stanovena na hodnotu 2,25. Celková likvidita společnosti je vypočítána podle vzorce (2.27)

$$L_{13} = \frac{186\,580}{15\,622} = 11,94.$$

Jelikož je  $L_{13} > XL$ , je riziková přírážka finanční stability  $R_{finstab} = 0,00 \, \%$ . Jednotlivé hodnoty rizikových přírážek za dané období jsou uvedeny v následující tabulce. Hodnota  $WACC$  je určena dle vzorce (2.22) a hodnota  $R_E$  dle (2.23).

Tabulka 4. 8: Náklady vlastního kapitálu určené stavebnicovou metodou

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
$R_F$	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%
$R_{Podnikatelské}$	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{LA}$	4,55%	4,49%	4,43%	4,36%	4,29%
$R_{fin.stability}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>WACC</b>	6,51%	6,42%	6,36%	6,29%	6,22%
$R_E$	6,51%	6,42%	6,36%	6,29%	6,22%

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF

V této části práce je odhadnuta hodnota vlastního kapitálu pomocí dvoufázové metody DCF-Equity k datu 1. 1. 2013. Nejprve jsou vypočteny volné peněžní toky FCFE, které jsou následně diskontovány náklady kapitálu zjištěnými pomocí metody CAPM a stavebnicovou metodou.

Doba trvání první fáze je stanovena na čtyři roky, konkrétně na roky 2013 – 2016 a odpovídá tedy predikovaným finančním plánům. Poslední predikovaný rok 2017 odpovídá druhé fázi, která začíná tímto rokem a pokračuje do nekonečna.



Volné peněžní toky jsou stanoveny podle vzorce (2.30), jednotlivé položky v daných letech jsou uvedeny v Tabulce 4.9. V položce ČPK jsou oběžná aktiva očištěna o provozně nutné peněžní prostředky.

Tabulka 4.9: Stanovení volných peněžních toků FCFF

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EAT</b>	3 679	17 301	19 081	20 974	22 743
<b>Odpisy</b>	5 798	5 885	5 974	6 063	6 154
<b>ΔČPK</b>	-21 605	1 683	2 438	3 022	3 125
<b>Investice</b>	6 668	6 768	6 870	6 973	7 077
<b>FCFE</b>	24 414	14 736	15 747	17 042	18 695

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 4.4.1 Stanovení hodnoty podniku za použití nákladů kapitálu zjištěné metodou CAPM

Jestliže jsou určeny všechny peněžní toky společnosti SEMO a. s., je nutné tyto toky diskontovat, tedy převést na současnou hodnotu. Současná hodnota je získána diskontováním peněžních toků náklady vlastního kapitálu zjištěnými pomocí metody CAPM. Výpočet diskontovaných toků je zřejmý z Tabulky 4.10.

Tabulka 4.10: Peněžní toky diskontované náklady kapitálu metodou CAPM

DCF CAPM	1. Fáze				2. Fáze
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
<b>FCFE</b>	24 414	14 736	15 747	17 042	18 695
<b>Diskontní faktor</b>	0,9337	0,8718	0,8140	0,7600	0,7096
<b>DCFE</b>	22 795	12 847	12 818	12 953	13 266

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota v 1. fázi je vypočtena dle vzorce (2.31) následovně

$$V_1 = 22\,795 + 12\,847 + 12\,818 + 12\,953 = 61\,412 \text{ tis.Kč.}$$

Hodnota v 2. fázi je vypočtena dle vzorce (2.32) následovně

$$V_2 = \frac{18\,695}{0,0710} \cdot 0,7600 = 200\,100 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota je určena dle vzorce (2.33) následovně

$$V = 61\,412 + 200\,100 = 261\,513 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti SEMO a. s. zjištěná pomocí metody DCF-Equity a nákladů kapitálu určených metodou CAPM k 1. 1. 2013 činí 261 513 tis. Kč.

#### 4.4.2 Stanovení hodnoty podniku za použití nákladů kapitálu zjištěných stavebnicovou metodou

Po zjištění všech volných peněžních toků v daném období je potřeba tyto toky diskontovat příslušnými náklady kapitálu. V Tabulce 4.11 jsou uvedené peněžní toky diskontované náklady kapitálu zjištěnými pomocí stavebnicové metody.

Tabulka 4.11: Peněžní toky diskontované náklady kapitálu stavebnicovou metodou

DCF Staveb.	1. Fáze				2. Fáze
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
<b>FCFE</b>	24 414	14 736	15 747	17 042	18 695
<b>Diskontní faktor</b>	0,9389	0,8822	0,8295	0,7804	0,7347
<b>DFCFE</b>	22 921	13 000	13 061	13 299	13 734

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota v 1. fázi je vypočtena dle vzorce (2.31) následovně

$$V_1 = 22\,921 + 13\,000 + 13\,061 + 13\,299 = 62\,281 \text{ tis. Kč.}$$

Hodnota v 2. fázi je vypočtena dle vzorce (2.32) následovně

$$V_2 = \frac{18\,695}{0,0622} \cdot 0,7804 = 234\,584 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota podniku je určena dle vzorce (2.33) následovně

$$V = 62\,281 + 234\,584 = 296\,865 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti SEMO a. s. zjištěná za pomoci dvoufázové DCF-Equity a nákladů stanovených stavebnicovou metodou k 1. 1. 2013 činí 296 865 tis. Kč.

Jak je z předchozích výpočtů zřejmé, výše nákladů kapitálu má velký vliv na výslednou hodnotu vlastního kapitálu, přičemž platí, že čím jsou náklady kapitálu vyšší, tím je výsledná hodnota nižší.

#### 4.5 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA

Druhou metodou pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu je metoda EVA. Opět byla zvolena dvoufázová metoda a ocenění bude provedeno k 1. 1. 2013. Hodnota vlastního

kapitálu podniku bude stanovena jak pomocí nákladů kapitálu zjištěných metodou CAPM, tak pomocí nákladů kapitálu zjištěných stavebnicovou metodou.

Princip výpočtu je podobný, jako v případě metody DCF, rozdílem je však to, že model nepracuje s volnými peněžními toky, ale s ukazatelem ekonomické přidané hodnoty EVA. Převod peněžních toků EVA na současnou hodnotu je shodný s předchozí metodou DCF.

Prvním krokem je vyčíslení hodnoty NOPAT, kterým je provozní výsledek hospodaření po zdanění. Provozně nutný investovaný kapitál je získán z plánované rozvahy společnosti očištěním kapitálu společnosti o provozně nenutná aktiva, jako je v případě společnosti SEMO a. s. dlouhodobý finanční majetek a část peněžních prostředků, které jsou drženy ve velkém množství na bankovních účtech a nejsou potřebné k zajištění chodu společnosti. Provozně nutná a nenutná aktiva jsou určena v kapitole 4.2.

#### 4.5.1 Stanovení hodnoty podniku za použití nákladů kapitálu metodou CAPM

Jestliže jsou vyčísleny všechny potřebné položky, které vstupují do výpočtů hodnoty EVA, je možné přistoupit k samotnému ocenění. Hodnota nákladů kapitálu byla stanovena v předchozí části práce. Jednotlivé hodnoty pro dané roky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4.12: EVA diskontovaná náklady kapitálu zjištěné metodou CAPM

EVA CAPM	1. Fáze				2. Fáze
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT <sub>t</sub>	882	13 600	14 407	15 238	15 838
NOA <sub>t-1</sub>	235 066	199 798	202 580	206 228	210 548
WACC <sub>t</sub>	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%
EVA	-15 809	-586	22	595	888
Diskontní faktor	0,9337	0,8718	0,8140	0,7600	0,7096
DEVA	-14 761	-511	18	452	

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty EVA v jednotlivých letech jsou vypočteny dle vzorce (2.36). Hodnota za první fázi je dána součtem diskontovaných EVA v letech 2013 – 2016, a to v hodnotě -14 802 tis. Kč. Celková hodnota je vypočtena dle vzorce (2.39) následovně

$$H = 235\,066 + (-14\,802) + \frac{888}{0,0710} \cdot 0,7600 - 0 + 25\,976 = 255\,740 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti SEMO a. s. zjištěná pomocí dvoufázové EVA k 1. 1. 2013 a za použití nákladů kapitálu zjištěných metodou CAPM činí 255 740 tis. Kč.

#### 4.5.2 Stanovení hodnoty podniku za použití nákladů kapitálu zjištěných stavebnicovou metodou

Postup stanovení hodnoty vlastního kapitálu metodou ekonomické přidané hodnoty a náklady zjištěnými pomocí stavebnicové metody je shodný jako v předchozí části. Hodnoty jednotlivých položek v daném období jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4. 13: EVA diskontovaná náklady kapitálu zjištěné stavebnicovou metodou

EVA Staveb.	1. Fáze				2. Fáze
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
<b>NOPAT<sub>t</sub></b>	882	13 600	14 407	15 238	15 838
<b>NOA<sub>t-1</sub></b>	235 066	199 798	202 580	206 228	210 548
<b>WACC<sub>t</sub></b>	6,51%	6,42%	6,36%	6,29%	6,22%
<b>EVA<sub>t</sub></b>	-14 428	770	1 524	2 263	2 744
<b>Diskontní faktor</b>	0,9389	0,8822	0,8295	0,7804	0,7347
<b>DEVA<sub>t</sub></b>	-13 546	679	1 264	1 766	

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty EVA v jednotlivých letech jsou vypočteny dle vzorce (2.36). Hodnota za první fázi je dána součtem diskontovaných EVA v letech 2013 – 2016, a to v hodnotě -9 837 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu podniku je vypočtena dle vzorce (2.39) následovně

$$H = 235\,066 + (-9\,837) + \frac{2\,744}{0,0622} \cdot 0,7804 - 0 + 25\,976 = 285\,642 \text{ tis. Kč.}$$

Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti SEMO a. s. zjištěná pomocí dvoufázové EVA k 1. 1. 2013 za použití nákladů kapitálu zjištěných stavebnicovou metodou je 285 642 tis. Kč.

Jak je z předchozích výpočtů zřejmé, výše nákladů kapitálu má velký vliv na výslednou celkovou hodnotu vlastního kapitálu podniku a platí, čím vyšší jsou náklady kapitálu, tím nižší je i výsledná hodnota.

## 4.6 Zhodnocení a komparace výsledků

Ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku SEMO a. s. byly použity dvě metody, a to metoda DCF a metoda EVA. U obou variant bylo navíc počítáno jak s náklady určenými pomocí metody CAPM, tak s náklady zjištěnými pomocí stavebnicové metody. Byly tak stanoveny čtyři varianty ocenění vlastního kapitálu podniku, které jsou shrnuty v Tabulce 4. 14.

Tabulka 4.14: Stanovené hodnoty podniku SEMO a. s.

Metoda	CAPM	Stavebnicové
DCF	261 513	296 865
EVA	255 740	285 642

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je z výše uvedené tabulky zřejmé, při použití nákladů zjištěných stavebnicovou metodou je výsledná hodnota vyšší, než při použití nákladů zjištěných pomocí metody CAPM. Výsledkem stavebnicové metody jsou náklady ve výši cca 6,36 %, zatímco u metody CAPM byly zjištěny náklady kapitálu ve výši cca 7,10 %. Z uvedených výpočtů lze říci, že i změna ve výši méně než jednoho procenta u nákladů na vlastní kapitál má významný vliv na výslednou hodnotu ocenění.

Nejvýznamnějším faktorem ovlivňujícím hodnotu nákladů vlastního kapitálu zjištěného dle stavebnicové metody je riziková přírážka za velikost podniku. Jelikož jsou úplatné zdroje těsně nad stanovenou hranicí 100 mil. Kč, je průměrná hodnota této přírážky ve výši 4,43 %. Dalším faktorem je bezriziková přírážka v hodnotě 1,93 %, která je stanovena jako průměr desetiletých státních dluhopisů. Ostatní přírážky, přírážka za finanční stabilitu a přírážka za produkční sílu, jsou ve výši 0,00 %.

Hodnota nákladů vlastního kapitálu stanovených pomocí metody CAPM je způsobena zejména nízkou hodnotou prémie za tržní riziko, která je pro Českou republiku stanovena ve výši 6,05 %. Dalším ovlivňujícím faktorem je bezriziková přírážka, která je stejně jako u stavebnicové metody určena průměrem desetiletých státních dluhopisů a koeficientem beta, který je stanoven na úrovni 0,86.

Dále je možné z Tabulky 4.15 vysledovat, že hodnota zjištěná pomocí metody EVA je nižší, než u metody DCF. Celková hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená pomocí metody EVA je však z větší části tvořena operačními aktivy, které jsou 235 066 tis. Kč.

Ekonomická přidaná hodnota v první fázi s náklady určenými stavebnicovou metodou je ve výši -9 837 tis. Kč a ve druhé fázi ve výši 34 436 tis. Kč. Dá se tedy říct, že společnost SEMO a. s. nevytváří žádnou přidanou hodnotu a celková hodnota podniku je dána velikostí jejich operačních a neoperačních aktiv.

Tento rozdíl je patrný také při použití nákladů vlastního kapitálu stanovených metodou CAPM, kdy je ekonomická přidaná hodnota za první fázi v hodnotě -14 802 tis. Kč. Přidaná hodnota za druhou fázi je sice v kladné hodnotě 9 501 tis. Kč, ale stále je nesrovnatelně nižší než operační aktiva, která společnost vlastní.

## 4.7 Analýza citlivosti

Úkolem analýzy citlivosti je identifikovat faktory, které mají na celkovou hodnotu podniku zásadní dopad a kvantifikovat jejich vliv. Analýza citlivosti je provedena pro metodu DCF a EVA při použití nákladů na vlastní kapitál zjištěných metodou CAPM.

### 4.7.1 Analýza citlivosti hodnoty podniku stanovené metodou DCF

Analýzou citlivosti jsou zkoumány parametry, které mohou významně ovlivnit výši celkové hodnoty vlastního kapitálu společnosti. U metody DCF jsou těmito parametry čistý zisk (EAT) a velikost nákladů vlastního kapitálu ( $R_E$ ). Zatímco růst čistého zisku zvyšuje hodnotu vlastního kapitálu podniku, zvyšování nákladů vlastního kapitálu vede ke snižování hodnoty vlastního kapitálu podniku.

Zvolené rozmezí, ve kterém se bude zkoumat vliv změny vstupních parametrů na výslednou hodnotu, je zvoleno na  $\pm 10\%$ . Výsledné změny hodnot jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4.15: Citlivost hodnot VK na změny vstupních parametrů

		EAT						
		-10%	-5%	-2%	0%	2%	5%	10%
Re	-10%	257 800	274 237	284 099	290 673	297 248	307 110	323 546
	-5%	244 310	259 816	269 121	275 323	281 526	290 830	306 337
	-2%	236 877	251 872	260 869	266 867	272 865	281 862	296 858
	0%	232 171	246 842	255 644	261 513	267 381	276 184	290 855
	2%	227 649	242 009	250 625	256 369	262 112	270 728	285 088
	5%	221 190	235 106	243 455	249 021	254 587	262 936	276 851
	10%	211 211	224 439	232 377	237 688	242 960	250 897	264 126

Zdroj: vlastní zpracování

Údaje ve výše uvedené tabulce potvrzují předpoklad, že s rostoucím čistým ziskem se hodnota vlastního kapitálu podniku zvyšuje a naopak se snižujícím se čistým ziskem se hodnota vlastního kapitálu podniku snižuje. Naopak se zvyšující se hodnotou nákladů vlastního kapitálu se hodnota snižuje a se snižující se hodnotou dochází k růstu hodnoty vlastního kapitálu podniku. Nejvyšší hodnoty vlastního kapitálu podniku je dosaženo při extrémních podmínkách, kdy se EAT zvýší o 10 % a současně se hodnota  $R_E$  sníží o 10 %. Naopak nejnižší hodnoty je dosaženo v případě snížení EATu o 10 % se současným zvýšením  $R_E$  o 10 %.

#### 4.7.2 Analýza citlivosti hodnoty podniku stanovené metodou EVA

Při stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku pomocí metody EVA patří mezi nejdůležitější vstupní parametry hodnota NOPAT a průměrné náklady kapitálu WACC. Postup výpočtu je shodný jako u předchozí metody a zvolené rozmezí změn parametrů je zvoleno opět na  $\pm 10\%$ . Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tabulce 4. 16.

Údaje v Tabulce 4. 16 potvrzují předpoklad, že s rostoucí položkou NOPAT se hodnota vlastního kapitálu podniku zvyšuje a naopak se snižující se hodnotou NOPAT se hodnota vlastního kapitálu podniku snižuje. Naopak se zvyšující se hodnotou nákladů vlastního kapitálu se hodnota vlastního kapitálu podniku snižuje a se snižující se hodnotou nákladů kapitálu dochází k růstu hodnoty. Nejvyšší hodnoty vlastního kapitálu podniku je dosaženo při extrémních podmínkách, kdy se NOPAT zvýší o 10 % a současně se hodnota WACC sníží o 10 %. Naopak nejnižší hodnoty je dosaženo v případě snížení položky NOPAT o 10 % se současným zvýšením WACCu o 10 %.

Tabulka 4. 16: Citlivost hodnot VK na změny vstupních parametrů

		NOPAT						
		-10%	-5%	-2%	0%	2%	5%	10%
WACC	-10%	257 393	268 900	275 805	280 407	285 010	291 914	303 421
	-5%	245 705	256 564	263 079	267 422	271 766	278 281	289 140
	-2%	239 266	249 768	256 069	260 270	264 470	270 771	281 273
	0%	235 189	245 465	251 630	255 740	259 851	266 016	276 292
	2%	231 273	241 331	247 366	251 390	255 413	261 448	271 507
	5%	225 679	235 427	241 276	245 175	249 075	254 924	264 672
	10%	217 036	226 305	231 867	235 575	239 282	244 844	254 113

Zdroj: vlastní zpracování

## 5 ZÁVĚR

Cílem práce bylo stanovit hodnotu podniku SEMO a. s. k datu 1. 1. 2013 metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty, výsledné hodnoty porovnat a provést citlivostní analýzu.

V teoretické části práce byl uveden význam stanovení hodnoty podniku, metody ocenění, způsob provedení strategické a finanční analýzy, rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná a stanovení nákladů na kapitál.

V praktické části práce byla nejprve charakterizována oceňovaná společnost a byla provedena strategická a finanční analýza. Všechny informace získané pomocí těchto analýz byly následně shrnuty ve SWOT analýze. Dále byl stanoven dlouhodobý finanční plán, který se skládal z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Dlouhodobý finanční plán byl zdrojem pro zjištění budoucích volných peněžních toků, které byly později diskontovány náklady kapitálu zjištěnými metodou CAPM a stavebnicovou metodou. Poté bylo přistoupeno k samotnému ocenění podniku SEMO a. s. metodou DCF a EVA. V závěru kapitoly byly dosažené výsledky zhodnoceny a byla provedena citlivostní analýza.

Hodnota vlastního kapitálu společnosti SEMO a. s. oceněná metodou DCF za použití nákladů na kapitál metodou CAPM je 261 513 tis. Kč, zatímco při použití nákladů kapitálu zjištěnými stavebnicovou metodou činí hodnota vlastního kapitálu podniku 296 865 tis. Kč. Použití vhodné metody pro zjištění nákladů kapitálu je tedy důležitým faktorem při stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku. Stejný vliv nákladů kapitálu byl potvrzen i při stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku ekonomickou přidanou hodnotou, kdy při použití nákladů kapitálu CAPM je hodnota vlastního kapitálu podniku 255 740 tis. Kč a za použití stavebnicových nákladů je hodnota ve výši 285 642 tis. Kč.

Analýza citlivosti byla provedena pro obě varianty ocenění při použití nákladů kapitálu zjištěných pomocí metody CAPM. Analýza potvrdila předpoklad, že se hodnota vlastního kapitálu podniku snižuje při zvyšování nákladů kapitálu a při zvyšování čistého zisku se celková hodnota podniku zvyšuje. Naopak při snižování nákladů kapitálu se hodnota vlastního kapitálu zvyšuje a při snižování čistého zisku se hodnota snižuje.



## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Knižní publikace

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2. vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2006, 685 s. ISBN 0-4717-5121-9.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011, 416 s. ISBN 978-80-247-3293-0.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. uprav. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [6] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [7] SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [8] VALACH, Josef. *Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. díl*. Praha: Nad Zlato, 1993, 115 s. ISBN 80-85626-12-8.

### Internetové zdroje

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran* [online]. 2014 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [2] MINISTERSTVO FINANCÍ. *Ministerstvo financí* [online]. 2014 [cit. 2014-02-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>

- [3] MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. *Ministerstvo zemědělství* [online]. 2012 [cit. 2014-03-01]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/vyrocní-a-hodnotící-zpravy/panorama-potravinarskeho-prumyslu/>
- [4] PATRIA. *Patria* [online]. 2014 [cit. 2014-09-04]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/CZ0001002547/bond.html#online>
- [5] SZIF. *Státní zemědělský intervenční fond* [online]. 2013 [cit. 2014-04-01]. Dostupné z: <http://www.szif.cz/irj/portal/anonymous/jz>
- [6] Zákon č. 89/2012 Sb. In: *Občanský zákoník*. 2012. Dostupné z: <http://zakony.centrum.cz/obcansky-zakonik-novy>

## SEZNAM ZKRATEK

APM	arbitrážní model oceňování
APSA	The Asia and Pacific Seed Association
APV	upravená současná hodnota
APZL	Asociace pěstitelů a zpracovatelů luskovin
BU	bankovní úvěry
c	kupónová platba
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CZ	čistý zisk
ČMŠSA	Českomoravská šlechtitelská a semenářská asociace
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	čistý výnos
D	cizí kapitál
DCF	diskontované cash flow
DIV	dividenda
DO	doba obratu
E	vlastní kapitál
$E(R_E)$	očekávaný výnos z vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
INV	investice
KZ	krátkodobé závazky
LH	likvidační hodnota
MČ	mimořádný čistý výnos
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní
NV	nominální hodnota
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PELERO	Asociace pěstitelů a zpracovatelů léčivých, aromatických a kořenových rostlin
PH	pokračující hodnota

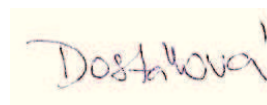
PPP	pohotové platební prostředky
PRO-BIO	Svaz producentů a zpracovatelů biopotravin
PV	současná hodnota
$r$	diskontní sazba
$R$	náklady kapitálu
$R_D$	náklady na cizí kapitál
$R_E$	náklady na vlastní kapitál
$R_F$	bezriziková sazba
$R_{\text{finanční stability}}$	riziková přírážka za riziko plynoucí z finanční stability
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$R_{\text{podnikatelské}}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
$S$	substanční hodnota
SZIF	Státní zemědělský intervenční fond
$T$	tržby
$t$	sazba daně
TUZ	trvale udržitelný zisk
Ú	úroky
UM	úroková míra
UZ	úplné zdroje
$V_1$	hodnota podniku za první fázi
$V_2$	hodnota podniku za druhou fázi
VK	vlastní kapitál
$w$	váhy období
WACC	náklady na celkový kapitál
$Z$	hrubý zisk
ZUČM	Zelinářská unie Čech a Moravy
$\beta_E$	koeficient citlivosti
$\beta^L$	hodnota zadlužené firmy
$\beta^U$	hodnota nezadlužené firmy

# PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2014



.....

Michaela Dostálová

## **SEZNAM PŘÍLOH**

- Příloha č. 1: Rozvaha společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztrát společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012
- Příloha č. 3: Vertikální analýza rozvahy společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012
- Příloha č. 4: Vertikální analýza VZZ společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012
- Příloha č. 5: Horizontální analýza rozvahy společnosti SEMO a. s. v letech 2007 - 2012
- Příloha č. 6: Horizontální analýza VZZ společnosti SEMO a. s. v letech 2007 – 2012
- Příloha č. 7: Regresní analýza tržeb společnosti na HDP
- Příloha č. 8: Regresní analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9: Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti SEMO a. s. v letech 2013 – 2017
- Příloha č. 10: Plánovaná rozvaha společnosti SEMO a. s. v letech 2013 - 2017